

La Spéculation

et les

Troubles monétaires

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Juridiques)

PRÉSENTÉE PAR

Marcel WIRIATH

AVOCAT A LA COUR

Date de soutenance

Lundi, 28 Janvier à 4 h. 1/2

Jury :

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur

Suffragants : M. NOGARO, Professeur

M. OUALID.

1924

" LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE "

49. Boulevard St-Michel, 49

PARIS

Thèse
Paris
1924.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

La Spéculation
et les Troubles Monétaires

La Spéculation

et les

Troubles monétaires

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Juridiques)

PRÉSENTÉE PAR

Marcel WIRIATH

AVOCAT A LA COUR

Date de soutenance
Lundi, 28 Janvier à 4 h. 1/2

Jury :

Président : M. GERMAIN MARTIN, Professeur

Suffragants : M. NOGARO, Professeur •

M. OUALID.

1924

” LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE ”

49, Boulevard St-Michel, 49

PARIS

* 2543

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

Le phénomène caractéristique de la vie économique actuelle réside pour presque tous les pays, dans un accroissement des moyens monétaires vis à vis duquel le volume des valeurs réelles est resté stationnaire ou même s'est trouvé en voie de diminution. Il en est résulté un réajustement des prix à un niveau supérieur, et, fait plus important encore, une instabilité générale provoquée par l'instabilité de la commune mesure, les Etats ne semblant pas encore avoir atteint la limite de leur inflation.

L'époque actuelle aura eu le mérite d'attirer l'attention des économistes sur les mouvements des rapports qu'on avait jusqu'alors surtout étudiés à l'état statique, les difficultés présentes ayant suffisamment montré que les variations des phénomènes pouvaient devenir un sujet autrement plus grave que leurs combinaisons. Si celles-ci revêtent la fixité abstraite qui les fait tomber sous l'emprise scientifique, par contre l'idée même de transformations affecte si évidemment le patrimoine et la sécurité des individus qu'elles déterminent chez eux des réactions dont le caractère collectif les rend susceptibles de dominer momentanément toute la vie économique.

Il importe donc d'étudier la spéculation, conséquence physiologique de l'instabilité générale et des troubles monétaires.

En temps normal, les mouvements des cours n'ont rien d'aveugle : ils se trouvent en liaison étroite avec le cycle économique constitué par des périodes alternantes de crise et de prospérité, et ne sont que le résultat de mille conjectures traduites en actes par des achats ou des ventes.

Ces conjectures issues des informations les plus diverses sont le reflet plus ou moins arbitraire d'une situation qui semble autoriser sans trop de risques, soit le jeu à la hausse, soit le jeu à la baisse.

Il suit de là que la spéculation profite d'une situation, en exagère peut-être les conséquences, mais ne la crée pas et qu'en particulier des conditions économiques normales ne lui laissent qu'une place restreinte et des effets limités. Basée sur l'écoulement du temps, envisageant les choses dans leur avenir et ne répondant bien souvent qu'à une élémentaire prévoyance, elle est partout et nulle part, ce qui empêche d'en tenter une étude, sauf dans les marchés à terme dont elle est un élément essentiel et dans les périodes qui précèdent les crises où elle se manifeste sous forme d'abus de crédits et donne lieu à ce qu'on appelle « l'inflation spéculative ». Dans tous les cas, comme elle se borne à exagérer les tendances qui se manifestent, elle se trouve forcée de respecter les courants économiques qu'elle ne saurait bien longtemps remonter sous peine d'être débordée.

Si ce terme d'un contenu trop imprécis et par là même d'un emploi trop universel répugne généralement à l'économie politique il n'en est pas moins vrai qu'il caractérise la réaction psychologique d'une époque qui a souvent précipité l'évolution économique bien au delà du

point où les autres circonstances seules l'auraient amenée.

C'est ainsi qu'on a pu voir une monnaie commencer à se déprécier (dépréciation qui se serait limitée assez vite et aurait été sans conséquences) et aussitôt toutes sortes de spéculateurs aux aguets abandonner leur position et accentuer ou même créer tout un mouvement qui aurait peut-être été par lui-même insignifiant.

En effet l'incertitude issue de l'inflation et l'extrême mobilité des prix ont développé chez beaucoup, une mentalité de spéculateur, et l'instabilité des changes, qui n'étaient plus contenus entre les gold point, a facilité leurs agissements en transformant les devises en de simples marchandises ou valeurs soumises aux fluctuations ordinaires d'un trafic de Bourse. Par voie de conséquence les opérations commerciales les plus simples se rattachant à la question des changes sont devenues une spéculation.

Bien plus, c'est encore cette instabilité qui, pour l'équilibre de la balance des comptes, n'a permis après la guerre, qu'à une forme de crédit de se développer : « les crédits de spéculation » alimentés par tous ceux qui ont foi dans le relèvement d'une monnaie ou espèrent une variation des cours qui leur laissera un bénéfice. C'est dire que ces crédits reposent essentiellement et presque uniquement sur la confiance, phénomène complexe en quête d'informations de toutes sortes dans le maquis desquelles elle cherche à mesurer l'avenir, phénomène décevant aussi, parce que trop sensible à la contagion ou à des insignifiances s'il se manifeste ou décline sans raison apparente. Ainsi la spéculation touche au problème essentiel des crédits internationaux dont elle a masqué pro-

visoirement l'importance en en prenant la place, en créant un mode de crédit, trop onéreux, trop précaire, trop impressionnable, et qui, étant à échéance indéterminée, laisse les bénéficiaires à la merci des créanciers.

En outre si la spéculation internationale s'exerce souvent au profit de monnaies déterminées, il faut aussi envisager le cas où des nationaux sont amenés à spéculer contre leur propre monnaie.

La multiplication continue des signes monétaires a amené en effet les individus à s'assurer pour l'avenir en recherchant des valeurs réelles, c'est-à-dire des valeurs qui ne subiront pas les dépréciations provoquées par les émissions futures. En Allemagne une telle préoccupation a donné lieu au phénomène de la « fuite devant le mark » chacun se débarrassant de sa monnaie pour l'investir en marchandises ou en valeurs présentant une certaine stabilité, de préférence dans un pays à change supérieur.

Toutes les réglementations s'efforçant de réagir contre de tels déséquilibres restent vaines et inutiles parce qu'elles ont finalement pour effet de fausser le marché, de gêner les opérations à terme et de contrarier les correctifs naturels, susceptibles d'intervenir. Quant aux réformes monétaires plus radicales, tendant à combattre les variations des cours, la dépréciation des monnaies au-dessous de la parité de leur pouvoir d'achat et l'élément permanent d'incertitude apporté par les crédits de spéculation elles aboutissent toutes à essayer de rendre viables des procédés de crédit internationaux. L'inconvénient le plus grave de l'instabilité étant en effet de multiplier les risques qui découragent la confiance, c'est avant tout d'une

crise de crédit que souffre actuellement le monde économique actuel.

Aussi faut-il préférer, aux douteux résultats d'une solution audacieuse, le retour graduel à l'équilibre appuyé sur une activité patiente et un esprit d'économie averti.

CHAPITRE 1^{er}

**La Spéculation, ses manifestations,
sa légitimité, ses effets, ses limites,
son action au cours d'une crise.**

On sait que c'est par l'échange que s'achève la production en valeur qui n'est que virtuelle tant que les objets n'ont pas été l'objet d'une vente. C'est une phase de réalisation qui est une conséquence de la division du travail et qui ferme le cycle de la production. Du jour où les individus furent spécialisés dans une tâche, l'échange devint le centre de leurs préoccupations, car s'il rend moins compte de ce qu'il y a d'élevé et de spéculatif dans l'idée générale des besoins, il a par contre le mérite d'une portée immédiate plus grande. Et c'est ainsi que la notion d'utile fut supplantée par la notion d'échange, celle-ci n'étant en somme que la déformation pratique ou l'expression sociale de celle-là. L'utile est une idée subjective qui dépend des appréciations de chacun, mais le fait qu'il n'y a qu'un seul prix sur le marché décèle l'existence d'une valeur courante, d'une valeur d'échange. La distinction qu'on a tentée avec la valeur normale, basée sur le coût de production et autour duquel elle oscillerait plus ou moins est assez peu intéressante, la loi de l'offre et de la demande suffisant à expliquer comment se

fixent les prix sur le marché, c'est-à-dire comment se règle la valeur d'échange.

Pour que celui-ci se réalise, il faut qu'un accord s'établisse entre les vendeurs et les acheteurs. La demande dépend des appréciations subjectives des acheteurs, qui dépendent elles-mêmes du principe de l'utilité finale. Elle se trouve aussi en rapport étroit avec les ressources dont disposent ces demandeurs qui envisageront non seulement la satisfaction procurée par ce produit mais encore la privation qu'ils seront obligés de s'imposer d'un autre côté. L'offre est liée essentiellement au coût de production, aux appétits du vendeur et à ses besoins. Enfin il est un facteur commun dont dépendent respectivement l'offre et la demande c'est l'opinion sur la hausse et sur la baisse prochaines des cours que peuvent avoir le vendeur et l'acheteur.

Cette opinion dépend de causes très diverses. Elle peut résulter des caractéristiques d'un produit, de la prospérité d'une entreprise ou d'une catégorie d'entreprise, des conditions du marché, des chances à escompter, des événements probables, de l'attitude des consommateurs, des facilités à se procurer des capitaux ou du crédit, de la situation politique, sociale, budgétaire ou économique d'un Etat, etc... Que ce soit en raison de l'un ou de plusieurs de ces éléments, l'état d'esprit du spéculant consiste à croire qu'une valeur ou une marchandise n'est pas à son prix ou que les circonstances lui imposeront une variation prochaine.

Ainsi toute transaction dans laquelle un individu achète un produit pour le revendre plus tard est une spéculation, celle-ci étant en somme la prévision de la mar-

che probable des prix. Et cette idée aide à distinguer le spéculateur à la fois du commerçant et du simple joueur, encore qu'il y ait là des notions qui se rapprochent l'une de l'autre par des nuances presque insaisissables.

Le commerçant se contente d'acheter en gros pour revendre en détail ; son activité ne consiste pas à guetter exclusivement des circonstances exceptionnelles ; il se borne à en profiter d'une façon plutôt passive, il ne pourrait guère attendre, ou s'abstenir ou provoquer comme le fait le spéculateur et il n'est réservé qu'une place secondaire aux opérations de spéculation qui se mêlent à sa profession, basée sur la continuité de la consommation journalière. Ce qui caractérise le simple joueur c'est l'absence de raisonnement. Il s'en remet au hasard qui est selon COURTOIS l'absence de lois, le vide moral tandis que toute l'attention des spéculants est au contraire réservée à l'imprévu qui est la loi ignorée mais agissante et dont la découverte est le fruit d'un labeur sérieux » (1). Dans le jeu, les éventualités sont inconnues ou à peu près égales tandis que dans la spéculation, estimation faite avec soin des éventualités favorables et défavorables, les premières prédominent. Quelques-uns même poussent si loin leurs calculs qu'on les voit se ruiner pour avoir trop voulu généraliser leurs idées et tout prévoir, sauf l'imprévu, sauf le hasard précisément qui dérange toutes les combinaisons humaines.

La fonction des spéculateurs consiste à mettre en réserve une marchandise trop abondante et à la rendre au marché lorsque le besoin s'en fait sentir. Des circonstan-

(1) COURTOIS et VIDAL « Opérations de bourse » page 27.

ces ingouvernables peuvent en effet faire tomber un produit au-dessous de ses frais de production, et un double inconvénient en résultera : d'une part pour le producteur qui se détournera d'un mode d'activité qui ne rémunère plus la peine qu'on y apporte, d'autre part pour le consommateur qui verra par la suite cette marchandise se raréfier et ses prix bien supérieurs à ceux qu'il aurait payés s'il avait continué à assurer au producteur des bénéfices réguliers.

JEAN BAPTISTE SAY (1) s'était déjà aperçu que la spéculation était propre à écarter ou du moins à atténuer ce double inconvénient : les achats des spéculants quand une marchandise baisse tendent à en prévenir l'avilissement ; ils diminuent la perte des producteurs et empêchent leur découragement total. Et quand vient le renchérissement, ayant à vendre des stocks et mettant sur le marché leurs marchandises tenues en réserve, ils garantissent les consommateurs d'une hausse excessive. L'intervention des spéculateurs peut donc rendre les oscillations moins soudaines et moins étendues, elle agit dans bien des cas comme le régulateur d'une machine à vapeur, parce que suivant les cas elle se manifeste soit dans le sens de la constatation en constituant des stocks, soit dans le sens de la production en rejetant une certaine quantité de ceux-ci sur le marché.

Leur raisonnement est très simple : s'ils prévoient, une baisse de prix d'un produit, ils se refusent à acheter et cherchent à se débarrasser de ceux qu'ils possèdent

(1) JENA BAPTISTE SAY. 1^{er} volume page 320.

S'ils comptent sur une hausse, ils sont disposés à acheter et ne se décideront à vendre qu'à un prix supérieur.

Ce sont souvent leurs opérations qui dans l'espace et dans le temps maintiennent les prix dans un état d'équilibre relatif. Un excès de production qui a lieu à tel moment et dans tel endroit a pour effet de compenser un déficit qui a lieu dans un autre et l'approvisionnement du marché se répartit avec une régularité constante.

MAC CULLOCH a montré l'action bienfaisante des spéculateurs sur le commerce des grains en formant lors des récoltes abondantes un fond de réserve pour parer aux années déficitaires qui infailliblement se présenteront par la suite ; ils évitent ainsi la disette et le gaspillage. (1) — D'autre part COURTOIS (2) affirme qu'il n'est pas un emprunt d'État au cours du 19^{me} siècle qui non seulement aurait réussi mais se serait maintenu à un taux confirmant le crédit d'un pays sans le concours et parfois le secours de la spéculation. Et M. CHEVALIER et ANATOLE LEROY-BEAULIEU parlent avec enthousiasme de la spéculation qui en 1870 a bravement parié pour le vaincu.

Mais elle n'a pas toujours des effets heureux. Elle ne ramène pas toujours les choses à leur état normal. Elle produit même quelques fois des conséquences opposées encore qu'on ne soit que trop tenté d'exagérer sa part de responsabilité dès que se manifeste le moindre déséquilibre. L'esprit, paresseux, mathématique et justicier par

(1) MAC CULLOCH.—Principes d'économie politique, tome I^{er} chapitre 3, page 379.

(2) op. cit. page 214.

nature a tendance à attribuer à une situation exceptionnelle une cause extraordinaire, unique, exprimable d'un mot, résultant de l'action d'individus qui auraient pu soit s'abstenir, soit se comporter différemment, et par conséquent susceptible d'une répression. En réalité les choses tendent toujours vers leur juste prix et on suppose trop gratuitement que le marché est à la disposition de grandes influences financières pouvant provoquer la hausse ou la baisse selon leur fantaisie.

En temps normal la spéculation n'est qu'une intruse éphémère et tolérée. Pour se manifester elle est obligée de contempler longuement le cours des choses afin de guetter les coups théoriquement exceptionnels auxquels peut être soumis l'équilibre économique. Elle a pour conséquence le plus souvent d'accentuer la tendance du marché, d'exagérer le mouvement des cours en faisant aller la hausse et la baisse plus loin qu'elles n'auraient été par leur propre impulsion, ou encore d'accentuer ou de retarder les conséquences d'un événement ; mais il ne peut ni changer le résultat final, ni défier les lois naturelles dont l'emprise est immuable.

Elle peut cependant devenir dangereuse lorsqu'elle prend un caractère collectif. Un nombre considérable de personnes obéit uniquement à l'influence de l'imitation, sans réfléchir un instant aux bases d'après lesquelles se calcule à l'avance une variation de prix. « En matière de spéculation comme en beaucoup d'autres, un individu tire sa confiance d'un autre. Tel achète ou vend, non qu'il ait une connaissance exacte ou particulière de l'offre et la demande, mais parce qu'un autre l'a fait avant lui. C'est de cette façon que l'impulsion primitive se développe ra-

pidement (1) ». Ainsi beaucoup opèrent à contre temps, achetant ce qui a déjà beaucoup monté ou ce qui est cher et vendant ce qui est déprécié, et cela sans autre raison que le déplacement même des cours. Un économiste avait posé comme une règle pratique d'éviter de se mêler à toute spéculation à laquelle se sont déjà livrés de nombreux individus, leur concurrence manquant rarement de rendre extrêmement chanceuse une éventualité qui aurait été d'abord sans danger. Ceux qui entreprennent une spéculation peuvent espérer le succès, mais ceux qui s'engagent plus ou moins tard à leur suite doivent s'attendre à des échecs. Il ne faut pas en somme agir comme si les mouvements au lieu d'être oscillatoires étaient continus. Ceci s'applique surtout en matière de valeurs mobilières : crédule et impressionnable, la masse des porteurs passe sans transition et presque sans cause de l'emballement à l'affollement. Et ces soubressauts, ces alternatives violentes de confiance outrée ou de défiance immodérée, ces hardiesses excessives et ces craintes sans base peuvent causer des troubles graves dans le mouvement des affaires. Dans l'histoire financière de la France, on peut citer plusieurs crises tristement célèbres à cet égard : Cie des Indes (1720), Stés Industrielles (1837), Union Générale (1882), etc...

C'est surtout pendant les périodes troublées que se développe la spéculation, parce qu'alors toutes sortes de capitaux qui ne parviennent pas à se placer dans le commerce et dans l'industrie vont chercher auprès d'elle un

(1) MAC OULLOCH. op. cit. page 391.

emploi, et le nombre des spéculateurs courants se trouve ainsi accru d'une foule plus ou moins considérable de spéculateurs d'occasion. Les périodes troublées offrent en effet cette particularité de présenter, outre des capitaux sans emploi, des fluctuations de cours plus accentuées, plus brusques, et par conséquent les risques, mais aussi toutes les chances de gain inhérentes à des différences amplifiées.

On sait que c'est par voie d'oscillations continues et d'ajustements ininterrompus que la loi de l'offre et de la demande tend à établir l'équilibre économique. Il en résulte des périodes de prospérité et de dépression formant des cycles qui se succèdent, s'enchaînent les uns aux autres, les crises éclatant en leur centre, c'est-à-dire à l'intersection d'une période de hausse et de baisse des prix. Il existe ainsi un rythme de la production, un rythme des prix, de la demande, de l'intérêt, des salaires, etc.... Il existe aussi ce qu'on peut appeler un rythme de la spéculation. Si on ne peut lui imputer la responsabilité des crises, elle contribue du moins, aidée du crédit, à les aggraver par son action pendant la prospérité : quand les prix sont orientés vers la hausse elle en intensifie l'ascension. Que se passe-t-il en effet ?

S'il arrive que la production est inférieure à la consommation, l'écart est réduit à l'aide des stocks. Ceux-ci s'épuisent, les prix s'élèvent et la production se trouve encouragée, mais les achats sont également stimulés, chacun s'empressant d'acheter pour ne pas être pris au dépourvu au cas où les prix monteraient davantage. La spéculation chère à la nature humaine, entre en jeu et il s'établit vite une anticipation des besoins futurs dont on s'exa-

gère l'importance. On abuse du crédit et cet accroissement des besoins de crédit se manifeste surtout dans le bilan des banques par l'inflation du porte-feuille d'escompte et des avances sur titres. Bien qu'il n'existe pas de barrière absolue entre ces deux chapitres qui empiètent souvent l'un sur l'autre, on peut admettre d'une manière générale que l'augmentation du porte-feuille d'escompte caractérise l'accroissement des demandes de crédit du commerce et de l'industrie, tandis que le développement des avances sur titres est la manifestation de l'activité croissante de la spéculation. Expansion du crédit et spéculation agissent dans le même sens. Cependant le crédit n'affecte les prix que dans la mesure où il est employé pour acheter et pour payer. Il ne peut donc avoir de l'influence que si son action concorde avec d'autres circonstances. C'est aux banques qu'il appartient de créer et de fournir les instruments de paiement. Dans les périodes où les affaires sont très actives et où l'esprit d'entreprise ne manque pas de vigueur, le volume du crédit fourni par les banques soutient et facilite, s'il ne le crée pas, le mouvement des achats et par conséquent la hausse des prix. Si le volume des crédits en circulation ou des instruments de paiement sous toutes autres formes commodes ne se développait pas ainsi, l'adaptation des prix à des circonstances variables dans une période d'activité économique se trouverait impossible. Donc si le crédit ne peut provoquer une situation aboutissant à des prix élevés, il est également vrai qu'une situation comportant des prix élevés ne peut survenir sans le concours du crédit. C'était la conclusion du bulletin de la banque de réserve fédérale en 1919.

L'expansion des affaires une fois qu'elle a commencé se trouve si bien encouragée, stimulée et soutenue par un développement du crédit qu'il est parfois difficile de dire lequel des deux est la cause ou l'effet de l'autre tant l'un et l'autre sont étroitement interdépendants et enchevêtrés.

Les producteurs grâce au crédit reconstituent les stocks tandis que la consommation, découragée par l'élévation des prix, ralentit ses achats. Mais ces producteurs lancés pour produire davantage continuent à produire, et au-delà des besoins. En outre entrent en scène un jour les stocks invisibles, c'est-à-dire les stocks constitués par tous ceux qui se servent des marchandises dont les prix se sont élevés et qui en présence du mouvement de hausse ont pris leurs précautions en vue des hausses futures. Finalement les entraînements de la spéculation, ayant constitué des stocks et stimulé l'activité en abusant du crédit, engendrent une situation où le moindre événement défavorable viendra abattre ces constructions éphémères.

Les crédits sont soumis aux rapports qui existent entre leur importance et la valeur des marchandises sur lesquels ils reposent ; et l'argent devient rare parce que le capital fixe s'est accru plus rapidement que la formation de nouveaux capitaux. Les capitaux circulants ont toujours une tendance à se convertir en capitaux fixes et on a pu dire qu'une crise éclate quand les capitaux immobilisés excèdent les capitaux circulants disponibles, dont le pouvoir d'achat ne sera récupéré que par l'amortissement des capitaux fixes dans lesquels ils ont été engagés. Le mal survient à des époques d'autant plus rappro-

chées que la masse des épargnes est moindre (1). Les abus d'immobilisation des capitaux-argent en capitaux-matières entraînent en effet d'une part une crise monétaire faute de numéraire, et d'autre part une crise économique faute de consommateurs.

La consommation s'arrêtant, les offres tombent dans le vide, les spéculateurs les plus pressés sont obligés de vendre leurs stocks à n'importe quel prix et c'est par le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande le déclenchement de la baisse qui fait tomber les prix bien en dessous de la valeur réelle des choses parce que les crédits sont dénoncés et qu'une partie des stocks constitués au delà des besoins de la consommation doit être liquidée.

La crise financière n'est qu'une manifestation de la crise économique. Etant donné qu'en face de la hausse des prix, il n'y a pas eu une augmentation parallèle de la circulation monétaire il en est résulté forcément une raréfaction des capitaux et un resserrement du crédit.

Les sociétés fragiles, créées dans la fièvre de la prospérité s'écroulent. La spéculation fait volte face et agit dans la dépression en sens inverse du crédit, car de peur

(1) — A cet égard on pourrait croire que l'accroissement de la fortune privée depuis une série d'années devrait augmenter la durée de la période à l'expiration de laquelle le phénomène se manifeste ; mais il convient de noter que les progrès industriels entraînent d'une part une augmentation dans la rapidité d'essor de la production et absorbent d'autre part une quantité croissante de capitaux par l'emploi de machines de plus en plus puissantes et la création d'installations de plus en plus perfectionnées.

d'une nouvelle baisse on évite tout approvisionnement à l'avance et la liquidation se poursuit jusqu'à ce que la consommation redevienne confiante et reprenne de l'importance.

C'est ce qui s'est passé (1) —, par exemple, en 1920, lors de la spéculation sur les sucres pour lesquels on a vu des écarts de cours infiniment plus considérables que ceux qu'on a pu noter sur des matières premières d'une importance au moins égale telles que le coton, le fer ou le cuivre. En avril 1919, si l'on prend pour base le prix du sucre à Londres, on enregistrait le cours de 60 schillings le quintal. A la suite de la spéculation, on enregistre en mars 1920 : 105 schillings, puis un mois après en avril 1920 on voit le prix de 153 schillings 1/2, qui fut, du reste, un maximum.

Que s'était-il passé ? En mars 1920, le gouvernement Américain avait agi, sans le vouloir, dans le sens même de la spéculation à la hausse. Il était arrivé que par suite de la spéculation et de la constitution des stocks invisibles qui pour le sucre s'étaient formés dans toutes les épiceries du monde et chez tous les particuliers, les stocks visibles étaient descendus à un niveau un peu inférieur. Le gouvernement américain ne se doutant pas de l'importance des stocks des particuliers craignit que les Etats-Unis ne manquassent de sucre. On savait qu'il y avait à ce moment-là à Cuba, qui est le régulateur du marché des sucres, un certain nombre de stocks qui étaient à la

(1) — Ce qui suit est emprunté à M. RAOUL HACAULT « Répercussion de la crise économique sur les mouvements des marchés financiers ». Institut technique financier, 15 avril 1921.

disposition du plus fort enchérisseur. Le Ministre du ravitaillement des Etats-Unis, alors qu'il aurait mieux fait de s'abstenir, fit part aux raffineurs de sa crainte d'une disette du sucre. Ceux-ci se précipitèrent sur les stocks de Cuba et une spéculation formidable s'ensuivit. En quelques semaines, les cours montèrent à New-York de 13 cents la livre à 23 cents au mois d'avril 1920. La baisse suivit avec la même violence.

Il en est de même pour les valeurs de Bourse. Dans une matière aussi fluctuante et aussi sujette aux mouvements de va et vient, on ne peut pas prétendre échapper à ces vastes mouvements qui se produisent sur des marchés où la spéculation s'exerce infiniment moins. Les marchés financiers comme on l'a signalé souvent, sont l'aboutissement de toutes ces opérations de production et de commerce, et c'est ce qui explique l'influence de la marche des affaires sur la formation et les directives de l'Épargne. (1) Quand les affaires vont bien, le prix de toutes les marchandises suit une marche ascendante, les salaires augmentent, l'argent facilement gagné est aussi facilement dépensé. L'épargne qui se forme achète les bonnes valeurs dont le prix s'élève progressivement : quand le revenu des bonnes valeurs n'est plus suffisant, on se rabat sur les valeurs de second ordre, enfin sur les valeurs mauvaises qui suivent la loi générale et avec la spéculation montent à un niveau hors de comparaison avec leur valeur intrinsèque.

(1) Voir Ch. RIST, « Mécanisme social et psychologique de l'Épargne » chez Armand COLIN « Problèmes actuels de l'Economique » 1921.

Arrive le moment où on veut réaliser des bénéfices. Les premières réalisations en entraînent d'autres. La hausse est arrêtée, puis la baisse survient, hâtée par les liquidations qui deviennent de plus en plus nombreuses et beaucoup de valeurs deviennent invendables. D'une façon générale, dans une période où les affaires commerciales et industrielles marchent mal, on met moins d'argent de côté et on en a par conséquent moins à placer, et les considérations s'appliquent aussi bien à la clientèle de spéculation qu'à la clientèle de placement.

De plus une crise a toujours pour conséquence plus ou moins lointaine une hausse des fonds d'état et des valeurs à revenu fixe. (1) Cette remarque résultant de recherches statistiques effectives, est conforme aussi au raisonnement à priori. En effet une chute des prix des marchandises dénote une dépression économique qui entraîne à son tour une réduction des bénéfices industriels et une chute du rendement des valeurs à revenu variable. Dans ces conditions le rendement des valeurs à revenu fixe devient comparativement plus intéressant, jusqu'à ce que plus recherchées par les capitalistes, leurs prix s'élèvent et leur rendement diminue, une reprise économique est généralement annoncée par l'augmentation des prix des valeurs spéculatives. Ainsi « il n'est pas un phénomène économique qui se produise quelque part et qui n'ait de

(1) Cette hausse n'a pas les mêmes allures que la hausse qui résulte d'une période d'activité et de prospérité générales. Elle n'est que la traduction dans les cours des titres à revenu fixe de l'abaissement du loyer moyen des capitaux. Elle est rarement accompagnée de cette effervescence qui multiplie toutes les transactions.

répercussion dans le monde des valeurs. » (1) Quand des besoins plus grands provoquent le moindre déséquilibre entre la production et la consommation, on voit les acheteurs prendre le pas sur les vendeurs et il se produit un commencement de hausse très légitime et rationnel puisqu'il est basé sur l'augmentation des bénéfices escomptés. Mais dès que la hausse se manifeste, dans le domaine de la Bourse, plus encore que dans celui des marchandises générales, le phénomène psychologique de la spéculation intervient, chacun voulant profiter du mouvement qui va se produire. Il s'opère alors une sorte de dédoublement dans la mentalité des acheteurs. Ce qu'ils recherchent, ce n'est plus seulement l'augmentation prévue des dividendes, mais c'est la plus-value rapide qui proviendra de la hausse des titres.

Ils achètent, non seulement parce que les bénéfices seront plus grands, mais encore et surtout parce qu'il existe un courant de hausse et qu'ils veulent entrer dans le courant. Ce phénomène s'est produit pendant toute la période qui s'est étendue de l'automne 1919 à mai 1920 sur le marché financier de Paris.

Ce que nous avons vu pour les marchandises se répète également en ce qui concerne les valeurs de Bourse. Des Syndicats ou des groupements essayent de stocker des valeurs dans l'espoir d'une plus-value et à côté d'eux il y a la multitude des spéculateurs qui constituent des stocks invisibles et la multitude de ceux qui ayant dépassé leurs moyens achètent à crédit. La baisse se précipite d'autant

(1) Raoul HACAULT conf. cit.

plus vite qu'en dehors de ceux qui sont véritablement obligés de vendre, on voit surgir une nouvelle couche de vendeurs qui ajoutent leurs offres à celles qui sont déjà sur le marché. Tel est le cas par exemple, des industriels et des commerçants qui, ayant besoin de réaliser leurs stocks ne peuvent s'y résigner, parce que dans leurs bilans, ils les ont estimés à un prix supérieur à celui qu'ils pourraient obtenir et qu'ils couvrent ces stocks en vendant des valeurs.

Ceci s'est produit d'une façon particulièrement nette en 1920. (1) Au moment où les sucres tombaient de ces cours élevés où les Américains les avaient portés, de 23 cents la livre à 7, les détenteurs de stocks de sucre en Europe, à Java, en Egypte, etc..... qui ne pouvaient pas vendre ces stocks du jour au lendemain, vendirent des valeurs de sucre. Il en fut de même pour les diamants ; les détenteurs de Londres, d'Amsterdam, de Genève, voyant que les ventes s'arrêtaient et que les diamants avaient des chances de baisser, se couvrirent en vendant de la « DE BEERS » ou autres valeurs diamantifères.

A ces deux catégories de vendeurs qui sont obligés de se débarrasser, les premiers des valeurs mêmes sur lesquelles ils ont spéculé, les seconds des valeurs correspondant aux marchandises qu'ils ont stockées, se superpose une autre catégorie d'offrants qui va encore précipiter la baisse : Les Commerçants et les Industriels dont les moyens financiers ont été employés dans des immobilisations, dont les frais généraux continuent à courir et qui ne peu-

(1) Raoul HACAULT conf. cit.

vent pas vendre leurs marchandises, même en consentant un sacrifice, cherchent du côté de leur porte-feuille les disponibilités dont ils ont besoin et jettent leurs titres sur le marché. Toutes ces causes qui accentuent la baisse, montrent bien que « la Bourse n'est qu'un reflet et qu'elle est toujours logique avec le reste des opérations qui se font dans le monde ». On a même dégagé quelques précisions issues lentement de l'observation et d'expériences renouvelées ; on a découvert que le marché financier devance toujours ce qui se passe dans le domaine industriel et commercial.

Pour illustrer cette affirmation, il suffit, par exemple, de considérer les prêts. Il y a les prêts aux particuliers, au commerce, à l'industrie, les prêts internationaux et ceux de la Bourse. Si ces prêts ont augmenté trop vite, une des catégories doit céder et ce sont généralement les prêts de Bourse parce qu'on les fait rentrer plus facilement que les prêts commerciaux ou internationaux.

Si un pays fait rentrer ses prêts de Bourse, une baisse des cours se produit et presque aussitôt les autres prêts de Bourse disparaissent automatiquement, parce que les marges sont épuisées. Une nouvelle baisse survient alors, car il faut se souvenir que les capitalistes, en quête de placements n'achètent pas sur la baisse autant que sur la hausse.

CHAPITRE II

Inflation spéculative et inflation monétaire
Conséquences de l'inflation : Hausse des prix
Instabilité économique
Développement de la spéculation

Les crises sont l'apanage des pays actifs. C'est la rançon chronique de leur prospérité. Nous avons vu qu'une période de bon commerce est une période dans laquelle les prix ont une tendance à la hausse, tandis que les fabricants, les intermédiaires et les détaillants sont tous encouragés, par l'espoir de gros bénéfices à s'approvisionner largement des matières premières et des produits finis dont ils ont besoin. Ils achètent pour revendre au cours de leurs opérations commerciales et leur activité accélère la production des marchandises et leur livraison aux consommateurs.

C'est la prospérité même qui amène progressivement la crise. Si pendant plusieurs années, les récoltes sont excellentes, l'industrie florissante et le commerce rémunérateur, les gens, oublieux des précédents économiques, finissent graduellement par croire qu'il n'y a pas de limites à leurs entreprises.

La perspective d'un bénéfice élevé aboutit presque toujours à un excès de commerce et le mal est encore augmen-

té par les opérations des spéculateurs qui achètent pour revendre sans poursuivre le but d'aider à la production. Ils anticipent les demandes du Commerce, de l'Industrie ou du Public, achètent des articles avec l'intention de les tenir temporairement à l'écart du marché et de les revendre plus tard moyennant bénéfice lorsque la rareté immédiate aura fait monter les prix.

Il est souvent difficile de distinguer entre un achat purement spéculatif et une transaction commerciale légitime et beaucoup de spéculations servent utilement le commerce. Mais les prêts qui sont conclus exclusivement pour des usages spéculatifs augmentent le volume du pouvoir d'achats sans rien ajouter à la production et mènent directement à ce qu'on appelle l'inflation, celle-ci étant en somme que le grossissement des moyens monétaires non accompagné d'un accroissement des valeurs réelles.

Ce déséquilibre, que nous venons d'attribuer à la spéculation, peut d'ailleurs apparaître de bien des manières : La possibilité de fonder des entreprises nouvelles ou de s'emparer d'institutions anciennes en superposant des ouvertures de crédit, ne crée pas forcément de la richesse. Dans une période de prospérité économique qui voit toutes les transactions multipliées, personne ne semble songer à ce principe, dont les conséquences sont cependant inéluctables, qui veut que le capital limite l'Industrie et on arrive à un tel dévergondage de crédits que beaucoup de gens finissent par s'imaginer qu'on doit pouvoir brasser de grandes affaires presque avec un semblant de capital. L'inflation apparaît ici en ce que le capital nominal ne correspond pas à la valeur réelle.

Ainsi les rouages de l'Industrie tournent de plus en

plus vite, les appels aux banques sont plus nombreux, les marchandises sont produites en des quantités plus grandes et à des prix plus élevés qu'il ne sera possible aux acheteurs de les payer lorsqu'elles seront offertes en vente. Le retard qui en résultera fatalement, lorsqu'on voudra disposer des marchandises, forcera à laisser les prêts en suspend pendant plus longtemps qu'il n'est habituel dans le Commerce et il se produira là encore un effet d'inflation (1).

L'histoire des siècles derniers montre que toute période de prospérité économique aboutit à un excès de commerce, à des abus de crédit et à des entraînements spéculatifs auxquels il est mis un terme par la cherté de l'argent et le resserrement du crédit,, mais sans pouvoir éviter des crises caractérisées telles que celle de 1810 en Angleterre due à la frénésie d'exportation qui a suivi l'ouverture des marchés russe et brésilien au marché anglais celle de 1825 imputable à la fièvre de spéculation que provoqua l'émancipation des Colonies espagnoles de l'Amérique du Sud... celle de 1839 consécutive à une spéculation formidable sur le coton d'Amérique... celle de 1857 qui fut la première crise mondiale et la conséquence des déceptions causées par les mines d'Or et les Chemins de Fer, etc... etc... Plus près de nous avant la guerre la crise la plus profonde fut celle de 1906-1907 aux Etats-Unis, quand

(1) Au sujet de ce genre d'inflation « Inflation spéculative » Voir Mac KENNA, « La question économique et financière en Angleterre » Revue économique Internationale, Février 1921 Page 310 et suivantes.

HENRI H. ROGERS, WILLIAM ROCKFELLER et HARRIMANN imaginèrent de faire le trust du cuivre « l'Amalgamated Copper Company » au capital de plus de 750 millions de francs. (Le cuivre se prête merveilleusement à ce genre de combinaison. Il est relativement peu abondant, produit par un petit nombre de mines relativement faciles à réunir et son emploi dans l'industrie est de plus en plus considérable.) Disposant du comptoir de l'United Metals Selling Co qui concentrait à elle seule 55 % de la vente de cuivre américain, le trust prit sur le marché une place prépondérante et la hausse se manifesta fantastique. Mais bientôt les industriels s'inquiétèrent et réduisirent leurs commandes au minimum. D'autre part les mines stimulées par les hauts prix du métal créaient de nouvelles exploitations, augmentaient leur production et le trust en vertu de ses contrats était obligé de la leur prendre. La situation devenait paradoxale : il achetait de plus en plus et vendait de moins en moins, de sorte que des sommes de plus en plus considérables se trouvaient immobilisées. On eut recours au crédit et on exploita la tendance des banques américaines d'alors à se détourner des escomptes, qui constituent cependant le seul emploi irréprochable des dépôts à vue, pour se porter vers les avances destinées à la spéculation.

Mais bientôt leurs réserves s'épuisèrent et leur prestige fut atteint, au moment même où l'inflation spéculative atteignait son maximum. Alors entra en scène le public dont les interventions sont terribles parce que ses peurs sont aussi aveugles que sa confiance. Sur un bruit non contrôlé, une foule affolée se rua aux guichets de la Knickerbocker Bank, la panique s'étendit, les suspensions de paie-

ment se multiplièrent et l'argent fut à 100 %. (I). La véritable cause d'une telle situation avait été l'usage abusif du crédit : L'émission des titres cuprifères et des valeurs métallurgiques par M. ROGERS constituait de monstrueux abus de papier.

Il y avait eu peu à peu disproportion entre l'esprit d'entreprise et les capitaux prêts à soutenir la grandeur de ses conceptions. L'équilibre n'avait pu être maintenu entre ces deux éléments du progrès économique et la crise avait été aggravée du fait qu'on avait affaire à un pays où les précautions n'étaient pas prises pour établir une cloison étanche entre l'aléa des affaires et la sécurité de l'épargne, et du fait qu'aucun établissement central de crédit ne distribuait, suivant les besoins, une circulation financière élastique, gagée sur un crédit commercial.

L'inflation qui accompagne naturellement de telles crises trouve exactement son maître dans un taux bancaire élevé qui apparaît ici comme l'instrument régulateur approprié. Outre qu'il sert à modérer directement la fièvre des affaires, il est de nature en soi à reconstituer des valeurs réelles. En effet, si les affaires se font dans le monde par le moyen des prêts qui créent les crédits et si l'or sert à la protection des crédits, c'est donc que l'or régit le commerce.

Tandis que le commerce des autres pays reste normal, il se peut que celui d'une nation grandisse trop vite, les crédits adoptent la même allure. Pour agrandir la base

(I) Pour plus de détails sur la crise américaine de 1907, voir par exemple « Le Krach du cuivre » de Francis DELAISI.

du système (c'est-à-dire l'or) qui est devenue trop exigüe, la banque qui représente cette nation plus prospère attire, par l'instrument de l'escompte, les réserves des autres pays. Si celles-ci ne dépassent pas la limite qui assure une protection suffisante des crédits, les banques qui représentent ces pays résisteront en élevant également le taux de leur escompte. Si les affaires de tous les pays ont grandi par poussées rapides, la lutte commence par une élévation du taux de l'escompte dans chaque pays, chacun cherchant à empêcher que sa base soit entamée et ensuite à l'étendre si possible.

L'importance d'un tel mécanisme ne peut échapper, surtout dans les manifestations économiques dont nous avons déjà signalé les parallélismes : quand le taux de la banque est modéré, les fonds montent et quand il est élevé, les fonds baissent. Et le rapport est le même entre le cours des valeurs et le taux du marché, c'est-à-dire le taux auquel on peut emprunter sur des valeurs de bourse. En effet pendant une période d'argent à bon marché, les prêts de bourse augmentent parce que le public achète des valeurs et emprunte sur elles pour obtenir la différence entre le rendement et le prix payé pour l'emprunt. Si les cours baissent lorsque l'argent renchérit par suite de l'élévation du taux de la banque, renchérissement destiné à protéger la réserve, c'est qu'il y a connexion entre la réserve de la banque et les cours, et qu'une réserve faible amène des cours faibles, et inversement.

Ainsi donc en temps de crise, l'argent cher agit rapidement, et les prix sont ramenés à leur niveau antérieur avant qu'il se soit produit un réajustement général à un

nouveau niveau. Par conséquent un taux bancaire élevé et une forte restriction du crédit sont les freins les plus efficaces aux entraînements de la spéculation, mais il ne faut pas oublier d'une part que ce seront tout aussi certainement des obstacles aux affaires légitimes et d'autre part qu'ils constituent un remède temporaire appliqué à un mal particulier de nature temporaire.

Autrement dit, si l'inflation était toujours due à un défaut d'équilibre entre la production industrielle et les disponibilités monétaires réelles, son traitement serait simple. Mais aujourd'hui on se trouve en présence d'une inflation qui n'est pas due à un excès de commerce où à une spéculation exagérée. Elle n'est pas par conséquent de nature temporaire et une restriction rigide des crédits loin de constituer un moyen efficace pour rétablir la santé commerciale, ne ferait qu'aggraver le mal.

On sait que cette inflation monétaire qui sévit dans presque tous les anciens pays belligérants est due en somme aux avances considérables que les banques sous forme d'émission de billets ont dû faire aux Etats et qui avaient comme contre-partie des richesses, mais des richesses destinées à l'alimentation de la guerre, donc à la destruction.

De ce côté-là, la guerre n'apparaît que comme un déséquilibre croissant entre les moyens monétaires et les valeurs réelles qui y correspondent. En temps normal, la valeur des billets de banque est garantie par le stock métallique et la valeur du portefeuille commercial de la banque, sans compter l'actif même de celle-ci se présentant sous la forme de réserves ou d'immeubles. Ces conditions faisaient du billet une sorte de chèque transmis-

sible et payable à vue, offert au public à l'occasion de la création d'escompte, donc au lancement de marchandises transformables en or n'importe quand. Son aspect fiduciaire et conventionnel n'était que de surface : il y avait un système de réalités d'une grande souplesse ayant l'or pour base et le volume des billets présentait une courbe parallèle à celui des affaires.

La guerre au contraire a vu naître une masse de moyens monétaires destinée uniquement à fournir du crédit à l'Etat qui ne suffisait pas à ses charges avec l'impôt, et l'émission n'a plus trouvé devant elle aucune limite. « Aujourd'hui la Banque est la seule régulatrice d'une circulation monétaire dont la production des mines et le solde créditeur du commerce international fixaient autrefois les bases. C'est la grande différence qui sépare son rôle actuel de son rôle ancien et c'est une différence capitale. (1) »

La guerre du fait des gros achats des belligérants chez les neutres a eu pour conséquence d'une part le transfert de l'or de ceux-là chez ceux-ci, d'autre part la concentration de l'or en circulation dans les banques et les trésoreries qui ont effectué les règlements internationaux. C'est ainsi que les versements d'or à la banque de France ont atteint 2 milliards et demi pendant la guerre. Les mines d'or ont fourni un appoint graduellement décroissant de 2438 millions de francs or en 1915, à 1750 millions en 1921. De la masse d'or produite depuis la décou-

(1) « Les Banques d'émission d'après guerre » Conférence de Ch. Rist reproduite en article dans « la Revue d'économie politique » de mars-avril 1921. Page 201.

verte de l'Amérique, près des 2/3 doit exister actuellement sous forme de monnaie, concentrée surtout dans les banques.

D'après les statistiques de la « NATIONAL CITY BANK DE NEW-YORK, alors que la masse d'or n'a grossi que de 16 milliards environ de 1914 à 1921, la circulation fiduciaire, non compris celle de la Russie, a augmenté de 40 milliards à 200 milliards à l'armistice et 300 milliards en 1922. Le total des dettes nationales, en convertissant toutes les monnaies aux parités d'avant guerre s'est accru d'après ces statistiques de 43.362 millions de dollars en 1913 à 205.396 millions en 1918, à 295.070 millions en 1919, et 382,635 millions en 1920.

Les réserves visibles d'or, en millions de francs, dans les banques et les trésoreries se composant ainsi de 1913 à 1921.

	Février 1923	Début 1922
Royaume-Uni.....	875	3.957
France... ..	3.507	3.575
Italie.....	1.492	1.050
Belgique.....	259	266
Russie.....	4.043	
	10.166	8.848
Etats-Unis.....	3.582	15.500
Japon.....	335	1.094
Indes et Canada.....	1.274	1.036
	4.191	17.630

Suède.....	143	386
Norvège.....	59	206
Danemark.....	111	314
Hollande.....	318	1.272
Suisse.....	170	545
Espagne.....	479	2.509
	1.280	5.237
Argentine.....	1.165	2.331
Java.....	51	467
	1.216	2.799
Allemagne.....	1.462	1.242
Autriche-Hongrie.....	1.303	75
	2.765	1.317
Totaux.....	20.318	35.231

Ainsi des pays ont augmenté considérablement leur réserve d'or, ce sont les Etats-Unis, l'Angleterre, l'Espagne, et Java ; d'autres l'ont augmentée plus modérément, tel est le cas de la Hollande, du Japon, de la Suisse, de l'Argentine, de la Suède, de la Norvège et du Danemark.

Certains ont maintenu leurs positions, soit avec un léger accroissement comme la France et la Belgique, soit avec une légère diminution comme l'Italie, l'Allemagne, les Indes et le Canada. Doivent être mises de côté la Russie et l'Autriche-Hongrie.

En face de ce mouvement de la réserve d'or, la circulation, en millions de francs, des billets de banque et d'état dans les différents pays fut la suivante au commencement et à la fin de la guerre :

	31 Juillet 1914	31 Décembre 1918
Angleterre.....	746,9	8.080,0
Italie.....	2.764,3	13.874,4
Etats-Unis.....	16.950,0	47.141,0
France.....	6.688,1	31.055,0
Allemagne.....	3.726,2	36.753,8
Autriche-Hongrie..	2.336,3	36.488,8
Russie.....	4.377,2	50 897,6

Si intéressants que soient ces chiffres, leur signification se trouve limitée par 2 considérations : D'une part, à côté de la masse en circulation, il faudrait faire intervenir l'intensité de la circulation, ou, si l'on veut, la vitesse de roulement de cette masse or c'est là un phénomène difficilement saisissable et dont on ne peut se faire qu'une idée approximative, grâce, par exemple, aux réglemens opérés par les chambres de compensation.

C'est ainsi qu'on peut affirmer que l'intensité de la circulation aux Etats-Unis a fait preuve d'un accroissement extraordinaire lorsqu'on examine le total des réglemens CLEARING HOUSES :

En 1914 :	155.245 millions de dollars.	
1918 :	332.254	«
1919 :	417.785	«
1920 :	451.103	«

D'autre part si l'émission des billets est l'élément principal de l'inflation, il n'en est pas le seul, il faut y ajouter les ouvertures de crédit qui dans certains pays comme l'Angleterre sont devenues la forme dominante de l'expansion monétaire (1).

(1) Voir « L'Inflation monétaire », par ACHILLE LORIA. Revue économique internationale Septembre 1920. Page 197.

Le mécanisme peut être ramené au schéma suivant : Une banque voulant, par exemple, souscrire pour un million à la dette nationale, inscrit cette somme au crédit de l'Etat qui la passe au nom de ses fournisseurs au moment de les payer. Ceux-ci exécutent leurs paiements par des chèques tirés sur cette banque et les bénéficiaires peuvent à leur tour se libérer vis-à-vis de leurs créanciers. Voici donc des moyens monétaires lancés dans la circulation et qui présentent cette particularité d'être clandestins et insaisissables. Ils concourent bien à l'inflation tout autant que les billets et peuvent même avoir sur la masse de ceux-ci une influence directe puisque les fournisseurs de l'Etat et les créanciers successifs ont la faculté de demander le paiement en numéraire des chèques encaissés

Le plus souvent et surtout en Angleterre ce n'était pas la banque qui souscrivait à un emprunt et inscrivait la somme de cette souscription au crédit de l'Etat, c'était l'Etat qui se faisait ouvrir directement un crédit sur les banques et qui engageait ensuite tous les bénéficiaires des dépôts et comptes courants à souscrire aux emprunts, non seulement jusqu'à concurrence de leur capacité immédiate, mais encore jusqu'à concurrence des crédits qu'ils pouvaient eux-mêmes obtenir auprès de leurs banques. Il arrivait aussi que des souscripteurs de la dette publique portassent leurs titres en gage dans une banque pour en obtenir des ouvertures de crédit sur lesquelles ils tiraient des chèques. « Ainsi on se trouvait en présence de vases communicants du crédit et l'on voyait un courant ininterrompu s'établissant entre la banque d'émission, les différents établissements de crédit et les parti-

culiers, et le tout former une circulation continue grâce aux tirages par chèques » (1), circulation dont le volume allait sans cesse grandissant.

C'est en somme l'usage du chèque qui a permis cet aspect de l'Inflation et si on ne trouve pas de précédent dans l'histoire économique, c'est que cet instrument commercial ne date guère que du XIX^e siècle. L'Inflation aux Etats-Unis a surtout pris la forme d'emprunt sur titres : les hommes d'affaires obtenaient des « réserves notes » en empruntant sur des « liberty bonds » au taux de 4 1/4 %.

Billets de banque, ouvertures de crédit, avances sur titres, bons de la défense, etc.... concourent donc à l'inflation, mais sous certaines réserves : d'abord beaucoup d'ouvertures de crédit ne sont que le résultat du dépôt d'une somme qui allège d'autant la circulation, et ensuite un retrait de billets accompagne l'émission des bons de la défense qui, considérés souvent comme placement temporaires, contribuent à la formation de l'épargne.

Tous ces éléments de l'inflation constituent une anticipation sur les richesses futures qui ne sera réduite qu'au fur et à mesure que l'épargne placera des richesses réelles en face des valeurs émises et cette anticipation étant faite au profit de l'Etat, c'est la capacité et la volonté de contribution des citoyens dans l'avenir qui sont la base essentielle de ce redressement lointain.

*
* *

Pour envisager les rapports de l'inflation et de la spé-

(1) Cours de M, GERMAIN MARTIN. 1921.

culaton, il suffit de considérer les conséquences générales de la première. En temps normal, l'augmentation des émissions correspond généralement à un développement de l'activité économique, à une extension des opérations industrielles et commerciales et par conséquent n'entraîne pas une hausse des prix. Certes même en temps ordinaire, de nouveaux billets peuvent être émis afin de faire des avances, déguisées généralement, à long terme, pour la création ou l'extension d'entreprises industrielles et commerciales. Dans ce cas, les émissions anticiperaient sur l'extension de l'activité économique et provoqueraient une hausse de prix. Mais c'est un phénomène très rare et qui ne se pratique jamais que sur une échelle très réduite.

Au contraire les émissions de guerre ont fourni à l'Etat un pouvoir d'achat qui vient s'ajouter à celui des billets déjà existants et cela en présence d'une quantité de marchandises stationnaire ou même réduite, de sorte qu'aux autres causes qui en de pareilles circonstances, provoquent une hausse des prix, l'inflation fiduciaire vient s'ajouter pour agir dans le même sens.

Quoique certains, en ont dit, la loi quantitative de la monnaie reste vraie comme idée générale et si on veut mesurer une quantité de marchandises constante avec une valeur dont le volume augmente, il faudra en regard d'une série invariable de marchandises placer des unités toujours multipliées de cette valeur. Il faut évidemment faire une place à part aux billets thésaurisés. Au point de vue du marché économique, un billet thésaurisé est inexistant, par conséquent il ne modifie pas le niveau des prix. Tout ce qu'on peut en dire, c'est qu'il constitue une

demande potentielle, parce qu'il peut à tout instant paraître sur le marché, augmenter la demande et accentuer la hausse. Néanmoins il est probable que les billets thésaurisés sont destinés pour la plupart non pas au marché des marchandises, mais à celui des valeurs et peuvent devenir la cause d'une hausse en Bourse.

L'inflation provoquant une variation du volume de la valeur a donc pour conséquence normale une variation de prix dans le sens de la hausse et ce mouvement prend vite un caractère accéléré parce que les deux facteurs du prix de la vie, valeur de la commune mesure et valeur des produits ou services mesurés, se font la concurrence dans cette course à la hausse. La diminution du pouvoir d'achat des instruments de paiement suscite une augmentation de la valeur des produits à l'égard de ceux qui les requièrent. L'appréciation gagne de proche en proche et finalement les échanges exigent pour des marchandises allant toujours décroissant des valeurs nominales qui ne font que croître.

La dépréciation monétaire s'aggrave, provoque un nouveau relèvement des prix qui entraîne à son tour une recrudescence du papier, avec le ravalement obligatoire du pouvoir d'achat. On voit l'analogie avec ce qui se passe en temps de crise. Selon la formule de M. ARNAUNE : « La hausse appelle la hausse » et quand elle se manifeste, la spéculation entre en jeu, voulant profiter du mouvement qui se dessine et provoquant chez la masse toutes sortes d'achats dits de prévoyance.

L'inflation développe donc la spéculation qui avec la guerre fut à même de profiter de conditions particulière-

ment favorables, puisqu'il s'agissait d'acheter n'importe quoi et d'attendre.

On pouvait escompter en effet que l'émission croîtrait parallèlement à la durée de la guerre et que par conséquent les prix hausseraient au fur et à mesure que s'accentuerait l'incapacité de l'Etat de subvenir à ses charges avec l'impôt.

Le « Statist. » du 12 Juin 1920 donne la progression des prix de gros internationaux de 1913 à 1920.

	<i>Angleterre</i>	<i>Etats-Unis</i>	<i>Japon</i>	<i>France</i>
1913 :	100	100	100	100
1914 :	100,0	96,7	95,5	102,0
1915 :	127,1	107,0	96,7	139,8
1916 :	160,0	128,4	117,2	187,0
1917 :	205,9	170,0	148,5	261,6
1918 :	225,9	203,2	195,9	339,2
1919 :	242,4	202,7	239,6	355,9
1920 :	288,0	226,6	301,0	486,9

La comparaison des mouvements de l'index-number pendant le dernier siècle et avec plus de détails depuis 1914 donne les chiffres suivants en adoptant comme base 1913 avec le coefficient 100.

1809 : 189	Octobre 1916 : 141,5
1918 : 159	Janvier 1917 : 159,3
1873 : 111	Octobre 1917 : 180,6
1880 : 88	Janvier 1918 : 186,2
1896 : 61	Octobre 1918 : 193,3
1911 : 80	Janvier 1919 : 192,1
1912 : 85	Octobre 1919 : 224,3
1913 : 100	Janvier 1920 : 245,3
Décembre 1914 : 118,4	Avril 1920 : 266,1 (Maximum)
Janvier 1910 : 123,6	

Les statistiques de l'Economist sont légèrement différentes. Le nombre 100 correspond chez elles au niveau moyen des prix de la période 1901-1905 par rapport auquel on constatait une hausse d'environ 16 % à la veille de la guerre, au début du mouvement ascensionnel qui a trouvé son point culminant en Mars 1920 avec un indice de 379,6.

En somme jusqu'à la fin de 1918 la hausse a été ininterrompue, mais avec l'armistice est apparue une période de désarroi commercial avec une tendance à la hausse qui se manifeste sans entrave jusqu'à Mars-Avril 1920, époque où le maximum est atteint.

Ainsi l'inflation suscite, en même temps qu'un déséquilibre budgétaire et une hausse consécutive des impôts, une hausse des prix qui provoquent dans le domaine économique une instabilité générale que guette la spéculation et à l'ombre de laquelle elle se développe. Celle-ci d'ailleurs se trouve favorisée par d'autres conséquences de l'inflation.

Il s'agit en effet de considérer la répartition de cette abondance de moyens monétaires. S'ils se trouvaient finalement à peu près proportionnellement partagés entre les individus, ils leur permettraient d'affronter, comme il convient, les conditions nouvelles du marché et leurs inconvénients en seraient moins graves. Mais en réalité elle provoque des inégalités de répartition, et les marges de consommation se sont trouvées considérablement modifiées suivant les professions exercées. Il est bien certain par exemple que la capacité d'achat des fonctionnaires n'a pas cru parallèlement à celle des commerçants et qu'il s'est produit un peu partout des phénomènes de

sous consommation dont le centre d'ailleurs est susceptible de se déplacer suivant les époques. Ce déséquilibre tient à ce que l'Inflation opère une concentration des moyens de paiement au profit de ceux qui détiennent le second facteur du niveau des prix, à savoir les produits à mesurer. Et c'est ainsi qu'une minorité relativement forte a vu sa capacité d'achat décuplée par la situation même qu'elle occupait dans l'industrie ou le commerce et les positions de spéculation qu'elle avait pu y prendre.

Il est arrivé un jour où la masse de ces capitaux a dépassé la limite de satisfaction des besoins matériels les plus secondaires, où il est devenu impossible de dépenser davantage pour le train de vie, le luxe et même l'extension des entreprises. Le goût de la spéculation s'est alors développé d'une façon extraordinaire chez ceux qui étaient détenteurs d'une telle quantité de moyens monétaires. Ce besoin, nouveau par son origine, a abouti soit à constituer des stocks et à accentuer la hausse, soit à orienter des masses de capitaux tantôt dans un sens, tantôt dans un autre et à provoquer des variations de prix sur lesquelles venaient se grouper d'autres spéculateurs plus modestes, et tous ceux agissant par imitation. Il en est résulté des cascades de spéculations qui n'ont fait qu'accentuer l'instabilité économique.

•
* *

Par ailleurs, l'Inflation a exigé naturellement un accroissement de la masse des capitaux circulants pour des quantités produites identiques, et le capital social des industries a dû être augmenté dans la mesure où la

hausse générale des prix et des salaires réclamait un fond de roulement plus grand.

Bien vite le crédit en Banque n'a plus été suffisant pour satisfaire des demandes qui, après l'armistice, se sont multipliées du fait de la réadaptation de l'outillage de guerre à la fabrication de paix et les industriels et financiers ont abreuvé le marché des capitaux de toutes sortes d'émissions. En France, on trouve les chiffres suivants : (1) (en millions de francs.)

	1918	1919	1920
	—	—	—
Actions :	618	1.514	5 000
Obligations :	1.130	3.742	4.000
	—	—	—
Total :	1.748	5.256	9.000

On ferait les mêmes constatations dans les autres pays notamment en Allemagne où on voit l'émission des actions et obligations être 10 fois en 1920 ce qu'elle était en 1919 (Statistique de la Banque STENGER-HOFFMANN.)

D'ailleurs, surtout après l'armistice, une grande partie du public se porta vers les valeurs industrielles en pensant qu'elles étaient seules susceptibles de fournir avec des profits élevés, quelques garanties, puisque l'Inflation ne pouvait qu'augmenter la valeur des usines et leur outillage. On pensait que l'Inflation serait longtemps le support de l'activité économique et on méprisait les valeurs remboursables en un nombre déterminé de francs qui

(1) - « Situation économique et financière » du 25 mars 1921
Dans ces chiffres ne sont pas comprises les deux émissions d'obligations du «Crédit National » de chacune 4.000.000.000.

iraient toujours en s'amenuisant tandis qu'il était possible de réaliser des bénéfices en liquidant en temps voulu des valeurs industrielles ayant acquis une plus value. Prenons quelques exemples (1) :

	Thomson Houston	Canal de Suez	Chargeurs réunis
Janvier 1919.....	725	5.400	1.500
Juin.....	850	5.890	1.700
Octobre.....	958	7.000	2.150
Janvier 1920.....	980	6.300	1.805
Mars.....	1.030	8.050	2.720
Mai.....	1.257	9.251	1.490
Juin.....	1.030	6.150	
Août.....	1.229	7.200	1.330
Octobre.....	940	5.800	1.030
Janvier 1921.....	825	6.685	930

On voit par ces chiffres les valeurs hausser rapidement et presque sans à-coups de l'armistice jusqu'au début de l'année 1920, c'est-à-dire que les valeurs industrielles jouirent d'un prestige considérable tant que se manifesta l'excès de commerce et la spéculation générale qui aboutirent à la crise de Mai 1920. Celle-ci eut d'ailleurs son signe précurseur inévitable : la hausse du taux de l'intérêt, qui semble pourtant incompatible avec une grande abondance de moyens monétaires, pouvant en dépit de leur origine servir à des achats de marchandises ou des services. Si on analyse de plus près ces phénomènes, on est amené à

(1) - Graphique de la situation économique et financière.

faire plusieurs observations : L'Inflation a comme nous l'avons vu pour conséquence presque immédiate une hausse générale des prix et il y a un parallélisme entre le mouvement de ceux-ci et celui du taux de l'intérêt, le premier étant la cause dominante du second. Si la surabondance de la monnaie a cet effet paradoxal de provoquer un enchérissement du loyer de l'argent, c'est que les besoins industriels et commerciaux croissent en même temps que le niveau des prix et que les entreprises bénéficiant d'un profit plus élevé sont amenées à faire appel à des capitaux de plus en plus nombreux pour profiter de la prospérité économique. Ceci serait vrai tout aussi bien s'il s'agissait d'un accroissement de la production de l'or, mais quand on est en présence d'une augmentation de monnaie de papier, d'autres considérations s'imposent qui tendent à accentuer cette hausse du taux de l'intérêt.

D'une part, le capitaliste pour obtenir un revenu réel identique à celui d'avant guerre est obligé d'exiger un taux d'intérêt plus élevé en raison même de la faible capacité d'achat des signes monétaires. Un journal économique anglais a donné les chiffres suivants, qui, tout au moins pour la France, semblent au-dessous de la vérité :

8 % actuellement	égalent :	5,6 %	en Juillet 1914
7 %	«	«	4,9 % « «
6 %	«	«	4,2 % « «
5 %	«	«	3,3 % « «
4 %	«	«	2,8 % « «

Pour s'exprimer d'une autre manière, un capitaliste

afin de posséder la même puissance d'achat et recevant en 1914 du :

4 %	devrait	recevoir	maintenant	un intérêt de	5,71 %
5 %	«	«	«	«	7,14 %
6 %	«	«	«	«	8,57 %
7 %	«	«	«	«	10,00 %
8 %	«	«	«	«	11,42 %

D'autre part, l'incertitude que les troubles monétaires font peser sur tout le milieu économique a augmenté la prime d'assurance contenue dans le taux de l'intérêt. Une compensation s'est imposée du seul fait que les risques de perte étaient plus grands. C'est encore cette incertitude qui a diminué les placements de longue durée, c'est-à-dire en somme l'épargne créatrice destinée à la production.

Les dépôts à terme au Crédit Lyonnais étaient en 1919 de 38 millions

»	»	»	»	»	»	1919	37	»
»	»	»	à la Société Générale	»	»	1913	207	»
»	»	»	»	»	»	1919	247	»

Cette incertitude qui caractérise l'après guerre a suscité chez les détenteurs de capitaux un état psychologique qui a déterminé des attitudes susceptibles de graves conséquences. On peut dire que les phénomènes économiques et la production des richesses exigent pour se développer une certaine stabilité permettant de faire des projets et d'en obtenir des bénéfices et que la stabilité essentielle est celle de la commune mesure, puisque sans elle aucune évaluation sérieuse ne saurait être tentée tant soit peu à l'avance.

L'Inflation en provoquant une incertitude considérable du lendemain a fait naître chez les détenteurs de capitaux la crainte de voir leurs instruments monétaires se déprécier, et cette crainte de dépréciation les a poussés dans des opérations qui leur procuraient des éléments stables et par conséquent un niveau de richesse constant, sans compter les chances de gain extraordinaire résultant de la dépréciation continue ou qu'ils croyaient continue, de la monnaie.

Pour cela ils ont acheté des matières premières, des richesses réelles, et cette spéculation en constituant des stocks qui provoquaient la rareté, s'ajouta à la dépréciation monétaire pour accentuer la hausse des prix. Il y avait en somme avantage à transformer l'argent en marchandises plutôt que de l'employer dans des placements. Lorsque les prix augmentent rapidement, les bénéfices que l'on peut s'assurer par des achats sont très élevés et si pendant une telle période le taux de l'intérêt exigé pour les emprunts de capitaux est relativement bas, il y a un encouragement très puissant à emprunter de l'argent et à l'investir en marchandises. Ceux qui se laissent ainsi influencer augmentent leurs demandes de crédit en banque, s'abstiennent de mettre des marchandises sur le marché et accélèrent l'accroissement de l'Inflation.

On a calculé que pendant et après la guerre, en Angleterre, la moyenne de l'intérêt pour le placement en marchandises a été environ 20 % par an, alors que la moyenne du taux de l'intérêt pour les placements en capitaux a été inférieur à 5 1/2 %. Ainsi quelqu'un qui a emprunté d'une façon continue pendant cette période 4 fois le montant de son capital pour investir aussi bien

celui-ci que l'argent emprunté en marchandises, a pu gagner près de 80 % par an sur son capital. Pour frustrer de tels espoirs, il n'aurait pas été nécessaire d'élever le taux de l'intérêt sur les emprunts de capitaux à 80 % ni même à 20 %. Une augmentation beaucoup moindre aurait suffi, car l'entrave apportée à la hausse des prix qui en serait résultée, aurait produit une réduction beaucoup plus accentuée des bénéfices des emprunteurs que les dépenses supplémentaires directement occasionnées par la légère augmentation du coût de l'intérêt de leurs emprunts.

..

Les campagnes de spéculation les plus audacieuses purent être tentées parce qu'on croyait que les besoins de l'Europe allaient avec le retour de la paix, provoquer d'énormes achats de marchandises dans tous les domaines. Les industriels avaient cessé de se préoccuper de rechercher des débouchés; ceux-ci étant assurés trop facilement par l'excitation des consommations. Le commerce vendait n'importe quoi à n'importe quels prix et ceux-ci s'élevèrent rapidement. L'atmosphère même de la guerre qui venait de finir faisait espérer au vendeur qu'il pourrait obtenir des prix plus élevés et craindre à l'acheteur qu'il aurait davantage à payer.

La tradition d'après laquelle la guerre crée une insuffisance d'approvisionnement et des prix élevés donnait assez de confiance au vendeur pour demander un peu plus que d'habitude et pour conserver ses marchandises jusqu'au moment où il pourrait obtenir ce qu'il exigeait.

Généralement il n'avait pas à les garder très long-

temps, parce que l'acheteur était soumis à cette même influence de la tradition de la guerre et des prix élevés. Ce n'était là d'ailleurs qu'une application de la loi de l'offre et de la demande avec tout ce qu'elle contient de facteurs psychologiques : Quand le vendeur croyait que les conditions étaient favorables pour se procurer un prix un peu meilleur, il tentait l'expérience, celle-ci réussissait et c'était l'accentuation de la hausse.

Elle se trouvait renforcée par ce que M. RENE PUPIN a appelé « la théorie du prix de remplacement » (1) qui qui dit en substance : « Peu importe le prix d'acquisition c'est le prix de remplacement (ou de renouvellement des stocks) qui doit dicter le prix de vente ». Et c'était bien le mot d'ordre de tous ceux qui plus spéculateurs que commerçants, avaient la hantise des bénéfices extravagants. Suivons-en l'application : Une marchandise avait été payée 100 fr. par un détaillant qui devait la revendre normalement 130 fr. Il en possédait en stock pour 100.000 fr. Par étapes successifs, elle a haussé à 500 fr. prix coûtant ou à 650 fr. prix de vente du détaillant. S'il réalisait ainsi le reliquat de son ancien stock, il obtenait 550 % de profit, ce qui était assurément propre à lui faire perdre la notion des réalités ; mais au nom de la théorie du prix de remplacement, il se constituait des stocks pour une somme considérable à des cours en hausse de 500 % et le jour où la clientèle s'est cabrée, comme on l'a vu en 1920, ce fut la mévente, la baisse en chute verticale. Et M. RENE PUPIN pose un dilemme : de deux choses l'une : Le commerçant qui se remplace n'est pas fondé à in-

(1) « Le Rentier » du 17 Avril 1922.

voquer le prix de remplacement pour justifier des ventes à 500 % au-dessus du prix d'acquisition, et s'il remplace en hausse, sans discontinuer, il devient un agent de crise il produit la crise et en subit les effets. Nombreux d'ailleurs furent ceux qui avaient été plus loin dans l'application du principe et qui, non contents de remplacer par anticipation, refusaient de vendre en forte hausse, dans le même temps, des stocks rassemblés à bas prix. « En réalité chaque objet a un prix de revient qui lui est propre et comporte un bénéfice normal, une marge de plus-value qui dépend des conditions d'exploitation de son vendeur (frais généraux, intérêt et amortissement du capital, etc..) et ce sont là des circonstances qui doivent conditionner avant tout le prix de vente. Sans doute on ne peut empêcher que l'élévation ultérieure du coût de production et la raréfaction des objets similaires n'agissent comme agents de hausse sur les anciens approvisionnements constitués à bon compte.... mais entre cette nécessité et l'application aveugle du prix de remplacement, il existe une distance considérable qu'il est bon de souligner.... La théorie du prix de remplacement est un enfant de la guerre, enfant prodigue comme il sied à père avare et âpre au gain, mais l'âpreté se paie fort cher : Edifiée en partie sur un sophisme, invoquée à la manière d'une excuse, on peut dire qu'elle a pris une part prépondérante à l'aménagement de la crise où le monde se débat encore ».

Ainsi la spéculation, quel que soit l'aspect sous lequel elle se soit présentée, accentuait la hausse vertigineuse des prix dont elle-même était issue et accumulait dans tous les domaines une surabondance de stocks. Les profits se sont trouvés plus élevés et surtout plus faciles dans

le commerce que dans l'industrie, parce qu'avec un peu de prudence, le commerçant parvenait à éviter les variations de prix que supportaient les industriels, et ceux-ci se trouvaient plus ou moins attirés eux aussi par la spéculation qui présentait moins de risques que la production elle-même. On peut poser en principe qu'une entreprise industrielle en marche normale a et ne peut pas ne pas avoir :

1°. Un stock de matières premières.

2°. Un stock de produits fabriqués non vendus.

3°. Un stock de produits fabriqués vendus.

4°. Un carnet de commandes à exécuter et à livrer.

Or le temps, par son seul écoulement, produisait sur les stocks des plus-values inattendues qui firent prendre peu à peu aux industriels l'habitude de constituer des stocks, uniquement dans l'espoir d'une variation à la hausse. S'il faut en croire certains économistes allemands par exemple, l'élévation artificielle des prix en Allemagne a été due en partie à la concentration étroite des organismes industriels supprimant presque entièrement la concurrence et adoptant la conduite que nous venons de dire. Cela expliquerait en particulier (les fluctuations du change ne suffisant pas à le faire) qu'en quelques mois, le fer en barre soit passé de 1.745 marks à 3.650 marks, la tôle de 2.333 à 3.090, le cuivre de 2.316 à 3.306. (1).

Ce mouvement ascensionnel s'était emparé des produits internationaux qui font l'objet de transactions universelles, qui servent aux grandes spéculations et dont les prix

(1). « NEUE FREIE PRESSE » du 31 Octobre 1920.

se règlent en grande partie sur ceux du marché mondial. Les graphiques de « La Situation Economique et Financière » ont donné les chiffres suivants :

FONTE		PLOMB	
La tonne anglaise à Glasgow.		La tonne angl. à Londres	
Janvier 1919 :	120 shillings	Janvier 1919 :	40 livres sterl.
» 1920 :	175 »	Juin 1919 :	22 »
Mai 1920 :	217 »	Avril 1920 :	52 »
CUIVRE			
La tonne anglaise à Londres			
Février	1919 :	74 shillings	
Juillet	1919 :	107 »	
Novembre	1919 :	94 »	
PÉTROLE		CHARBON	
(Raffiné en barils) (le gallon : 3 l. 785) à New-York		(La tonne à Cardiff)	
Avril 1919 :	17 cents 75	Janvier 1919 :	40 shil.
Novembre 1919 :	20 »	Septembre 1919 :	83 » 6
Février 1920 :	23 » 50	Janvier 1920 :	110 »
Janvier 1921 :	25 »	Mai 1920 :	116 »
LAINE		BLÉ	
(la livre à Londres)		Le bushel: 35 lit. 1/4 à New-York	
Avril 1919 :	3 shil. 1/2	Janvier 1919 :	237 cents 1/2
Octobre 1919 :	4 » 1/2	» 1920 :	»
Janvier 1920 :	5 » 1/2	Mai 1920 :	338
Mai 1920 :	7 » 1/4		
SUCRE		COTON	
Le C. W. T. à Londres		(la livre à Londres)	
Janvier 1921 :	57 shil. 9	Mars 1919 :	15 pence 24
Septembre 1919 :	92 »	Juillet 1919 :	21 » 24
Janvier 1920 :	107 » 1/2	Décemb. 1920 :	29 » 50
Mai Juin 1920 :	153 » 1/2	Mai 1920 :	31 » 16

CAFÉ		ARGENT	
les 10 kgs à Santos		l'once à Londres	
Janvier	1919: 11.800 reis'	Janvier	1919: 48 pence
Juin	1919: 18.900 »	Août	1919: 62 »
Novembre	1919: 15.000 »	Novembre	1919: 76 »
Décembre	1919: 10.800 »	Janvier	1920: 85 »
Avril	1920: 13.600 »	Mai	1920: 89 »

CAOUTCHOUC

la livre à Londres			
Juin	1919 :	1	shillings 9
Septembre	1919 :	2	» 3/3
Janvier	1920 :	2	» 9 1/4

Ainsi des matières essentielles comme le cuivre, le plomb, la laine, le coton, le blé, le sucre, le caoutchouc atteignirent leur maximum en Mars, Aril, Mai 1920, c'est-à-dire que ce mouvement se produisit au cours de l'année qui vit en France la circulation des billets s'accroître de plus de 6 milliards et demi et les sommes thésaurisées par les campagnes durant la guerre sortir de leurs cachettes pour acheter des terres, rembourser des hypothèques et augmenter d'autant la circulation.

La surabondance des moyens monétaires et l'activité de la consommation rendaient en somme les affaires extraordinairement faciles et on se laissait aller à toutes les illusions qu'entraîne une prospérité inattendue. Commerçants et agriculteurs étendaient sans mesure leurs opérations et cherchaient d'autant plus à renouveler les expériences trop heureuses qu'ils ne faisaient pas la distinction entre l'élévation des prix durables résultant de l'inflationnisme et la plus value éphémère issue de l'intensité des échanges.

Les commandes étaient poussées sans limite parce qu'on n'obtenait pas toujours livraison des marchandises comme on l'aurait voulu et il s'en suivit que le volume des négociations à terme dépassait de beaucoup les marges de la consommation et les possibilités des systèmes monétaires. Finalement on vit partout des excès de stocks.

Ainsi à l'Inflation fiduciaire s'était ajoutée pendant la guerre et surtout après l'armistice une inflation spéculative de plus en plus intense. Elle a été particulièrement fiévreuse au Japon en raison d'avances anormales de la part des Banques. Les chiffres suivants (1) indiquent le mouvement des billets et des crédits accordés au cours des 4 mois qui ont précédé la crise :

<i>Dates</i>	<i>Emission des billets.</i>	<i>Avances.</i>
6 Janvier 1920.....	1.448.800.000 yen (2)	667.200.000 yen
16 » ».....	1.220.700.000 »	439.700.000 »
9 Février ».....	1.260.800.000 »	483.200.000 »
12 Mars ».....	1.183.800.000 »	503.200.000 »
31 » ».....	1.368.100.000 »	676.600 000 »

Depuis l'armistice, la balance commerciale du Japon était redevenue défavorable (3). En 1919 les importations avaient présenté un excédent de 75 millions de yen sur les exportations et cet excédent s'était accru au cours de 1920. Pourtant la spéculation japonaise surexcitée par les gains

(1) — « The Economist » du 12 Juin 1920.

(2). Le yen = 2, 55 au pair. L'émission des billets du Japon à la fin de 1914 n'était que de 385. 589. 096 yen.

(3). Avant la guerre, la balance commerciale du Japon était déficitaire. Mais dès 1915 on relevait un excédent d'exportation de 175 millions de yen, en 1916 de 370 millions, en 1917 de 566 millions et en 1918 de 294 millions.

considérables réalisées auparavant continuait d'accumuler des stocks sans se soucier de la réduction possible des débouchés extérieurs de sorte que le marché était à la merci du moindre évènement.

Prenons l'exemple de la soie : Elle constitue le principal article japonais d'exportation puisqu'elle entre pour 40 % dans la valeur totale des envois de marchandises à l'étranger, et le plus gros débouché est l'Amérique du Nord. Le 5 Janvier 1920, 167.000 balles de soie étaient achetées par les Etats-Unis sur le marché de YOKOHAMA.

Les spéculateurs américains avaient acheté à terme et avaient pris pour base de leurs opérations le cours du dollar chinois ou du yen du début de 1920, mais la chute en quelques mois du dollar chinois entraîna celle des prix de la soie, et les mêmes facteurs qui encourageaient auparavant les spéculateurs agirent en sens inverse. Ils cherchèrent à réaliser et les banques américaines qui avaient favorisé ces opérations resserrèrent leurs crédits. Ce qui se produisit pour la soie, se produisit également pour les autres marchandises : C'est ainsi que les exportateurs japonais ont finalement dû vendre leurs produits à des prix inférieurs à ceux du marché mondial et même au-dessous du prix de revient, parce que l'excédent des importations, en partie d'origine spéculative, avaient déterminé un engorgement du marché. Avant la guerre, l'importation annuelle moyenne de coton brut était de 1.606.000 balles de 400 livres (1). En 1920, les importations à la fin

(1), Le coton représente 34 % des importations japonaises. Il vient surtout de l'Inde.

du mois d'Août s'élevaient déjà 2. 900.000 balles et finalement la balle de fils de coton a dû être vendue à 300 yen alors que le prix de revient était de 400 yen.

Les nitrates du Chili qui revenaient dans les ports du Japon à 170-180 yen étaient cotés 130-140 yen..... etc.

Beaucoup d'ordres spéculatifs avaient été passés, conséquence de la prospérité des années précédentes et les entrepôts et magasins étaient congestionnés par les stocks. Les exportations continuaient à décroître et le commerce maritime était si calme que le nombre de navires inoccupés augmentait de jour en jour, amenant le prix du frêt à tomber si bas qu'il était de moins d'un 1/3 du chiffre atteint dans la période de hauts prix (1). Il y eut de même une spéculation formidable sur le sucre à Cuba, qui finalement tomba en quelques mois de 24 cents à 6 cents la livre. Non seulement les grandes maisons perdaient des stocks de sucre, mais les banques cubaines avaient avancé des sommes considérables sur la garantie de ces stocks en prêtant jusqu'à 10 cents par livre, et les banques américaines, entre autres la NATIONAL CITY BANK, avaient aidé à cet accaparement par des avances de plus de 250 millions de dollars.

Les banques ont fini par être assiégées à Cuba comme au Japon et il fut stipulé des moratoria et des interdictions aux déposants de retirer plus de 10 % de leurs soldes. Ce furent les positions de spéculation sur la soie, le

(1). Rapport de M. Inoue, Gouverneur de la Banque du Japon à l'Assemblée des actionnaires du 19 Février 1921. C'est au cours de cette réunion qu'il dénonça le maintien des prix exorbitants de la soie brute comme entièrement dû à la spéculation.

coton et le sucre qui ont ébranlé le marché américain parce que le Japon a été obligé de jeter ses stocks sur le marché et les Etats-Unis de ce fait ont vu leur grand acheteur disparaître et devenir vendeur.

Il se produisit au « Stock exchange » de New-York une baisse dans les principales valeurs industrielles spéculatives, qui entre février et avril 1920 avaient haussé de 25 à 150 points, hausse due essentiellement, et dans certaines valeurs exclusivement, à une accumulation à crédit de la plus grande partie de ces valeurs par plusieurs groupes de spéculateurs professionnels qui paraissaient avoir perdu la tête. Finalement ils ne parvinrent pas à distribuer leurs titres dans le public et durent même acheter d'autres valeurs pour maintenir les cours.

Ils furent obligés de le faire alors qu'il se produisit d'énormes ventes de réalisation et que leurs banques les pressaient de plus en plus de rembourser les crédits accordés. La baisse qui se manifesta comme résultat immédiat d'une hausse de l'argent à vue à 30 % descendit jusqu'à 50 points alors que le public était engagé sur une très grande échelle dans la spéculation et avait une confiance absolue dans une hausse indéfinie des cours.

Nous n'avons pas ici à entrer dans tous les détails de cette crise de 1920 qui en raison de la solidarité économique du monde se produisit dans tous les pays, mais pas en même temps (1) et avec des intensités diverses. Il

(1). — Commencée hors d'Europe, l'Angleterre a commencé à en sentir les premiers effets en Mars et Avril 1920 alors que sur le marché de Paris le mois d'Avril était un mois de pleine effervescence et que ce n'est qu'en Mai que les premiers symptômes s'y sont produits.

nous a suffi de montrer comment l'Inflation développe la spéculation, comment dans tous les pays des stocks avaient été accumulés ou des engagements spéculatifs contractés et comment finalement arrive la baisse des prix.

Le cuivre qui était coté 120 livres la tonne au printemps 1920 en valait 73 en Janvier 1921 et 67 en Décembre (1).

Le coton qui était coté 31 pence la livre au printemps 1920 en valait 12 en Janvier 1921, 6.52 en mars et 10 Décembre.

La laine qui était cotée à 7 shilling 1/4 la livre au printemps 1920 en valait 3 en Janvier 1921 et 1.3 en Septembre.

Le charbon qui était coté 116 shillings la tonne au printemps 1920 en valait 57 en Janvier 1921 et 25 en Novembre.

Le pétrole qui était coté 23 cents 50 le galon se maintint jusqu'au début de 1921 mais descendit jusqu'à 12 en Septembre.

L'Argent qui était coté 89 pence l'once au printemps 1920 en valait 30 1/4 en Mars 1921.

Le plomb qui était coté 52 livres la tonne au printemps 1920 en valait 25 en Janvier 1921.

La fonte qui était cotée 217 shillings la tonne au printemps 1920 se maintint jusqu'au début de 1921, mais tombe brusquement à 120.

Le blé qui était coté 338 cents le bushel au printemps

(1). — Graphique de la « Situation Economique et Financière ».

1920 en valait 200 en Janvier 1921 et 115 en Novembre.

Le sucre qui était coté 154 shillings au printemps 1920 en valait 63 en Janvier 1921 et 40 en Novembre.

Le café qui était coté 13.600 reis au printemps 1920 en valait 7.000 en Janvier 1921 pour remonter à 15.000 en Décembre.

Le caoutchouc qui était coté 2 shillings 9 1/4 au printemps 1920 en valait 1 en Janvier 1921 et 0.8 en Juin.

Le zinc enfin passait de 63 livres à 24.

Si on envisage le mouvement des prix de gros d'une façon particulière en France et si on prend l'indice 100 comme base en Juillet 1914, on obtient les chiffres suivants (1).

	1919	1920	1921
	—	—	—
Janvier.....	355	497	415
Février.....	348	533	385
Mars.....	343	566	367
Avril.....	339	600	354
Mai.....	332	562	336
Juin.....	336	503	332
Juillet.....	356	506	337
Août.....	355	512	338
Septembre.....	367	537	351
Octobre.....	390	512	338
Novembre.....	413	470	339
Décembre.....	432	444	332

(1). — « Situation Economique et Financière » du 25 Février 1922, d'après « la Statistique Générale de la France » qui porte sur 45 denrées agricoles en matières premières.

En dehors des indices des prix de gros, la Statistique Générale de la France a publié également un indice des prix de détail des 13 denrées élémentaires de consommation courante à Paris. En voici les chiffres en prenant comme base Juillet 1914 = 100.

	1919	1920	1921
	—	—	—
Janvier.....	248	290	410
Février.....	226	297	382
Mars.....	248	339	358
Avril.....	257	358	328
Mai.....	268	378	317
Juin.....	263	369	312
Juillet.....	261	373	306
Août.....	238	373	317
Septembre.....	259	407	329
Octobre.....	283	420	331
Novembre.....	280	426	327
Décembre.....	285	424	

On remarque comme toujours que l'amplitude des oscillations est plus grande chez les prix de gros que chez les prix de détail et que les premiers ont plus fléchi que les seconds.

En somme cette crise de 1920 a été due à ce qu'il ne semblait y avoir aucune limite à la capacité de paiement des acheteurs, parce qu'on était disposé à croire qu'il faudrait plusieurs années pour compenser les angoisses et les destructions de la guerre. Une grande partie de la population s'était habituée à vivre au-dessus de ses moyens et les objets nécessaires à l'existence avaient en outre tellement haussé de prix que l'épargne était devenue plus difficile et l'accumulation du capital réel bien plus lente.

Cette prospérité factice ne put se maintenir parce qu'elle avait outre-passé la capacité d'achat intérieure et extérieure. Il se produisit ici et là des phénomènes de sous-consommation et un état psychique d'appréhension aboutissant à une réaction caractérisée contre la spéculation qui menaçait de tout emporter.

A la même époque en France, devant les profits considérables qui étaient l'apanage de toutes les transactions quelles qu'elles fussent, le Gouvernement qui avait temporisé durant toute la guerre, s'occupa d'impôts très sévères sur le mouvement des échanges, dont l'incidence devait naturellement retomber sur le consommateur.

La hiérarchie des besoins intervint bientôt et il se manifesta une restriction de la demande, dont l'éventualité, comme toujours avait été négligée par la spéculation. C'est l'éternelle faute des spéculateurs de ne pas mesurer dans les périodes de hausse les moyens véritables, les possibilités de la consommation, et tant qu'ils écoulent, de demeurer à tort convaincus que la chance de la veille sera la loi du lendemain.

CHAPITRE III

L'Inflation et les Changes. — Les traités monétaires

Rapport des Changes et des Prix

Les opérations commerciales les plus simples transformées en spéculations

Nous avons vu que la notion de pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas une notion simple et que par exemple sa valeur est différente à l'égard du coût de la vie de ce qu'elle est à l'égard des placements de capitaux.

Par valeur monétaire on peut entendre tantôt celle de la marchandise « monnaie » c'est-à-dire le cours de l'argent à la Bourse et tantôt la valeur d'échange de la monnaie qui s'exprime dans les différentes puissances d'achat qu'une même somme d'argent possède à des époques diverses. Dans le premier cas c'est la valeur marchande de la monnaie qu'on se propose de rechercher, dans le second c'est à proprement parler la valeur monétaire qu'on s'efforce de calculer. Mais il est évident que le cours de l'argent est aussi un élément déterminant du prix des marchandises, qu'il existe un parallélisme entre le mouvement des prix et celui du taux de l'intérêt et que d'une façon générale on peut considérer la valeur intérieure d'une monnaie comme homogène.

L'Inflation a provoqué un renchérissement de tous les produits et rendu les billets inconvertibles en or. Le pouvoir d'achat de la monnaie s'est vu diminué, mais elle a trouvé cependant à l'intérieur de chacun de ses pays d'origine une valeur complémentaire due à des éléments psychologiques : L'usage prolongé et la commodité d'une monnaie, en évitant le troc apportent à celle-ci un supplément d'appréciation, c'est-à-dire que la qualité seule d'instrument de mesure en dehors de toute contre partie réelle, empêche la dépréciation intégrale que les circonstances sembleraient devoir imposer. Mais dans les échanges internationaux, cette monnaie, d'instrument de mesure, devient objet d'échange, et se trouve soumise au procédé d'évaluation commune à toutes les marchandises.

En d'autres termes, sur le marché des changes, la valeur des monnaies se trouve réduite à une application de la loi de l'offre et de la demande, les forces en présence étant seulement d'une part les disponibilités de change existant dans le monde et d'autre part les besoins qu'on en a. Ainsi dans les paiements internationaux, la monnaie est considérée comme une marchandise ordinaire et le change par le truchement des devises se crée, se mobilise et satisfait aux besoins qui le réclament, tout comme pour les marchandises il y a production, mise au marché et consommation.

RICARO et STUART MILL ont prouvé que les changes reflètent les pouvoirs d'achat intérieurs et qu'il existe un parallélisme entre le mouvement des prix et celui des devises. En effet lorsque nous nous procurons du change, nous nous bornons en somme à acquérir avec notre pou-

voir d'achat national, donc localisé, un pouvoir d'achat valable à l'étranger. L'opération se réduit à une comparaison de pouvoirs d'achat, par conséquent à une comparaison de niveaux de prix dans des pays divers. Les différences entre les marchés précipitent des courants commerciaux dont l'écheveau embrouillé réagit sur la balance des engagements et ainsi sur le résultat des évaluations des courtiers qui s'offrent et se refusent les devises étrangères.

Le change est un mécanisme stabilisateur des prix entre les différents pays et il remplit cette fonction d'une façon plus ou moins efficace et rapide selon l'importance de certaines mesures législatives ou douanières, selon aussi l'instabilité des prix et la lenteur relative avec laquelle leurs variations se transmettent d'un bout à l'autre des opérations commerciales. Ainsi avant la guerre il existait dans la vie économique une harmonie, une sorte d'équilibre établi non seulement d'une façon générale et d'ensemble mais d'une façon pratique et de détail.

Pour les changes par exemple, tout un système fonctionnait avec des procédés très perfectionnés, qui faisait de plus en plus oublier que l'or était à sa base, mais qui n'en tenait pas moins de l'or toute sa solidité. Depuis la guerre les Etats ont proclamé l'inconvertibilité des billets et alors des économistes ou des journalistes constatant qu'une hausse des prix suivait régulièrement la baisse du change national en ont conclu que celle-ci était la cause de celle là ; d'autres ont vu une corrélation étroite entre la hausse du change et l'augmentation de la circulation monétaire et du montant des crédits et ils ont jugé l'influence de celle-ci décisive ; d'autres enfin n'ont attaché de

l'importance qu'au déficit de la balance des comptes et ont négligé la dépréciation intérieure (1).

En réalité comme l'ensemble des phénomènes économiques et financiers forme une masse où se produisent des courants en sens divers et même opposés, l'état des changes et celui de la circulation intérieure sont aussi souvent des résultantes que des faits déterminants : ils dépendent de la situation économique autant qu'ils influent sur elle. Mais si l'observation découvre à première vue un cortège de réactions qui sont tour à tour des effets et des causes, il n'en est pas moins vrai que le change n'est qu'un reflet, qu'il se borne à figurer une situation et que l'analyse peut déterminer ce dont il dépend.

La principale cause génératrice des disponibilités à l'étranger donnant lieu au change est constituée pour un Etat parce qu'on appelle l'actif ou les créances internationales, dont bien des auteurs se sont plu à énumérer les éléments : exportations, assurances et transport des

(1) — M. SUBERCASEAUX : « Le papiermonnaie » et deux anciens ministres : MM. VICTOR BORET & LOUCHEUR ont prétendu que la crise des changes tenait au déficit de la balance commerciale. Nous verrons que c'est de la balance des comptes qu'il faut parler. Par contre M. GEORGEE VALOIS : « La monnaie saine tuera la vie chère » MM. FRANÇOIS MARSAL & de LAVELEYE ont soutenu que les variations du change dépendaient étroitement du volume de l'inflation. Ceci est peut-être vrai à la limite, c'est-à-dire pour les Etats dont la monnaie est tellement dépréciée que sa valeur ne provient plus guère que d'éléments psychologiques comme le degré de confiance que l'étranger veut bien accorder à son relèvement futur. Il est certain alors que la politique du Gouvernement à l'égard de la circulation monétaire est le facteur prépondérant de ses appréciations, mais nous verrons que celles-ci se manifestent par l'intermédiaire de la balance des comptes sous la forme des « crédits de spéculation ».

marchandises du commerce international, emprunts contractés par l'étranger, revenus ou ventes de propriétés et intérêts des capitaux placés à l'étranger, dépenses de l'étranger dans le pays, etc... Le passif se compose des facteurs correspondants inverses, et de même que pour les marchandises, c'est l'excédent de l'offre qui provoque la baisse et l'excédent de la demande qui suscite la hausse. La profession des banquiers qui achètent et vendent du change est soumise aux mêmes lois économiques que le commerce le plus ordinaire, et le crédit, aussi longtemps qu'on en trouve, intervient là également pour compenser l'excédent possible des dettes sur les créances. Ces crédits appelés « crédits de spéculation » doivent être compris parmi les éléments de la balance des comptes qui reste bien le phénomène essentiel dominant les fluctuations des changes.

Si la balance des comptes demeure le milieu où prennent naissance ces fluctuations, il n'en faut pas moins réprimer la tendance naturelle à l'esprit qui consiste, devant un dédale de causes auxquelles il semble impossible d'assigner une hiérarchie, de choisir savamment l'une d'elles, de l'exploiter et d'y plier les autres. L'unité de la vie économique se prête trop facilement à la hardiesse de ces généralisations simplificatrices.

Nous avons reconnu que le change était pour des pays différents la comparaison des pouvoirs d'achat de leur monnaie et des niveaux de leurs prix, et que par conséquent c'était l'instabilité de ceux-ci qui provoquait celle des changes. Il faut bien alors reconnaître que l'inflation quoi qu'en aient dit certains, jouit ici d'une influence qui pour être indirecte n'en est pas moins certaine. Cette ac-

tion indirecte se manifeste de plusieurs manières, mais c'est toujours par l'intermédiaire de la balance des comptes qu'elle atteint le change.

L'inflation fait hausser les prix, mais cette hausse s'arrête à la frontière, parce que le pays étranger dans lequel importe le pays inflationniste ne consent pas à payer des prix majorés (1). C'est ainsi qu'en Angleterre, on n'achètera pas 200 schillings une tonne de fonte venant de France qui coûterait 100 schillings si elle venait d'Espagne. Pour que les échanges puissent se faire il faut que dans les marchés passés avec l'étranger, les prix majorés par l'inflation s'abaissent à leur niveau réel. Mécaniquement le change fait cette rectification qui n'est en somme que la mise en harmonie avec l'extérieur de la dépréciation intérieure due à un accroissement de moyens monétaires en face d'un volume de valeurs réelles constant,

D'autre part nous avons vu que l'Inflation peut avoir pour résultat de provoquer une activité de la consommation plus que proportionnelle à la hausse des prix parce que les gens, ayant entre les mains des signes monétaires qui vont toujours en s'amenuisant, ont tendance au lieu d'épargner à les investir en biens, immeubles, etc. échappant à la dépréciation. En Allemagne en particulier (2), on voit à certains moments la production ne plus suffire à cette multiplication anormale des achats qui absorbe les marchandises au fur et à mesure qu'elles sont produites et paralyse ainsi l'essor du commerce exté-

(1) — Voir la « réforme sociale » d'Août 1920. Article de M. Ch. MOURRE.

(2) Voir « La débacle monétaire de l'Allemagne » par M. GUEBHARD Revue économique Internationale de Septembre 1922.

eur. Même lorsqu'il n'y a pas cette fièvre de spéculation et ce besoin d'acquiescer à n'importe quel prix une certaine stabilité mais qu'on se trouve simplement en présence d'une période d'incubation de la hausse consécutive à une surabondance de monnaie, le commerce national, estimant plus avantageux de vendre sur le marché intérieur, délaisse ses débouchés ou ne fait aucun effort pour en conquérir. De cette façon l'Inflation peut avoir pour conséquences une diminution des exportations ;⁹ elle leur nuit encore du fait qu'elle fait atteindre au prix de revient des proportions telles que le producteur national n'est plus en mesure de concurrencer avantageusement les producteurs étrangers. En outre l'Inflation agit encore sur la balance commerciale en provoquant souvent un accroissement des importations, parce que le change si élevé soit-il peut se trouver impuissant à restreindre les achats à l'extérieur, l'importateur étant sûr d'écouler ses marchandises étrangères, vu la masse monétaire dont dispose la consommation. C'est ainsi que si la partie la plus importante de nos achats extérieurs en 1919 a correspondu à des besoins impérieux de notre industrie ou de nos régions libérées, il n'en est pas moins vrai qu'une partie aussi a été destinée à des consommations intérieures que l'Inflation exagérait. En particulier la hausse des prix qu'elle suscitait a accru les importations d'objets fabriqués.

En troisième lieu nous avons dit que l'Inflation exerce une action non seulement sur les prix mais encore sur le taux de l'intérêt et une modification de celui-ci peut déterminer des mouvements de capitaux susceptibles d'affecter le change. Ses oscillations se trouvent donc plus ou moins soumises à l'influence de l'Inflation puisque celle-

ci peut favoriser le passif, nuire à l'actif et troubler l'équilibre de la balance des engagements.

D'ailleurs elle agit encore sur les changes par d'autres conséquences plus indirectes. Il suffit d'envisager les faits déterminant les mouvements psychologiques qui ont leurs répercussions dans les phénomènes économiques.

Le degré de crédit ou de discrédit d'un Etat est susceptible d'augmenter ou de diminuer la demande de ses devises sur le marché des changes. Or un accroissement ou une prévision d'accroissement de circulation fiduciaire se présente comme un agent pathogène destiné à obvier à une situation en elle-même déjà troublée et qui, en la considérant, retarde forcément le retour à une période normale. Par exemple, pour les crédits de spéculation que nous examinerons dans la suite, il est certain que le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie que les spéculateurs achètent, leur importe peu, et qu'ils se décident selon l'espoir ou la crainte qu'ils nourrissent à l'égard de leurs cours futurs. Comme ils considèrent en somme le relèvement ultérieur du pays dont ils achètent la monnaie, ils sont forcément influencés par le mouvement de l'Inflation et la politique monétaire du Gouvernement, qui constituent pour eux des éléments d'appréciation essentiels.

Ainsi la balance des comptes et l'Inflation dominent les mouvements des changes mais le deuxième élément n'exerce son influence que par l'intermédiaire du premier. Quant à savoir lequel des deux bénéficie de la prépondérance, c'est une question d'espèce. Par exemple en Italie au début de 1916, l'Inflation diminue mais le déséquilibre commercial augmente et le cours de la lire s'affaisse.

Dans l'Europe centrale où le papier monnaie est sura-

bondant, mais dont la rigidité du bloc commercial fait un marché fermé, le facteur commercial n'a qu'une influence limitée et laisse finalement la prépondérance au facteur monétaire. Les Allemands ont au début nié à celui-ci toute responsabilité dans la chute de leur mark. Ces allégations semblèrent d'ailleurs assez exactes pendant la guerre et cette situation, qui servait d'argument aux inflationnistes, donnait lieu à des phénomènes bizarres. En réalité « le bloc commercial » dont parle M. ACHILLE LORIA (1) avait eu pour effet de diminuer le déséquilibre de la balance des comptes, ce qui avait fait hausser le mark sur le marché des changes, mais n'avait eu aucune influence sur sa dépréciation vis-à-vis des marchandises nationales. Et c'est pourquoi au cours de la guerre le mark par suite de l'Inflation avait subi une dépréciation intérieure de 45 % et seulement une chute de 20 % par rapport aux monnaies étrangères. Beaucoup de spéculateurs et notamment des Hollandais vendaient leurs produits en Allemagne pour obtenir une grande quantité de marks qu'ils échangeaient ensuite contre une quantité de leur monnaie nationale bien supérieure à la valeur qu'avaient leurs marchandises dans leur propre pays.

Les faits n'ont donc pas toujours confirmé un lien étroit entre le change et la puissance d'achat intérieure et les économistes ont été amenés à étudier l'influence des variations monétaires par rapport au pouvoir d'achat des différentes monnaies dans différents pays, ou si l'on veut l'harmonie existant entre la dépréciation des changes d'une

(1) Voir « L'Inflation monétaire » par M. ACHILLE LORIA » Revue économique internationale de Septembre 1920.

monnaie par rapport à une autre et les pouvoirs d'achat de ces monnaies. Prenons des exemples : La puissance d'achat de la couronne Autrichienne à l'automne 1921 était de beaucoup supérieure à sa puissance d'achat extérieure, tandis qu'en Suisse à la même époque c'était le phénomène inverse qui se produisait et la puissance d'achat du franc suisse demeurait inférieure à sa puissance d'achat extérieure.

.....En Août 1922 le nombre indice des prix de gros en France était de 330,5 et en Angleterre de 152,3, c'est-à-dire dans le rapport de 2, 167 à 1, et il y avait une très légère inharmonie ou disparité monétaire, puisque le cours de la livre sterling qui est de 25,22 au pair était à cette époque de 57,70, alors qu'il aurait dû être pour qu'il y eut parité : $25,22 \times 2,167 = 54,64$. C'est par voie d'oscillation que la parité s'établit et la différence peut se manifester dans les deux sens comme l'indique le tableau suivant pour le cours de la livre sterling (1).

Le cours théorique indique celui qui, aurait dû être pour qu'il y eut parité exacte.

	Cours théorique		Cours réel moyen
Août	1921.....	46,14	47,12
Septembre	1921.....	49,50	48,40
Octobre	».....	51,40	51,25
Novembre	».....	52,16	52,40
Décembre	».....	52,30	53,50
Janvier	1922.....	50,80	51,74
Février	».....	49,80	50,01

(1) Chiffres donnés par M. C. J GIGNOUX dans « Le problème monétaire mondial », Revue d'économie politique de Septembre-Octobre 1922.

	Cours théorique	Cours réel moyen
Mars	1922..... 49,44	48,40
Avril	»..... 48,33	47,90
Mai	»..... 50,20	48,91
Juin	»..... 51,45	51,54
Juillet	»..... 52,10	54,54
Août	»..... 54 70	55,66

« La parité monétaire est celle qui existe entre les puissances d'achat d'une monnaie transformée d'après les rapports du change dans deux pays différents » (1). Il est alors indifférent d'acheter dans un pays plutôt que dans l'autre parce que la chute de la monnaie sur le marché des changes a trouvé son contre poids dans la hausse des prix chez son pays d'origine. Autrefois le cours des changes dépendait de la quantité d'or contenue dans chaque unité monétaire et on y ajoutait quelques rectifications dues au transport du métal d'un pays dans un autre.

On peut dire aujourd'hui que les parités des puissances d'achat représentent, depuis que l'or est retiré de la circulation, le véritable équilibre des changes. C'est par elles qu'on peut se rendre compte de la valeur des devises, parce que la puissance d'achat interne tend à occuper la place de la parité or d'avant guerre c'est-à-dire la place autour de laquelle se concentrent les fluctuations du change. Théoriquement, cours du change et puissance d'achat semblent devoir coïncider, puisqu'en principe des commerçants ou des consommateurs ne consentiront pas

(1) Cours de M. GERMAIN MARTIN, 1921.

à payer des prix différents pour des marchandises achetées chez eux ou venues de l'étranger, déduction tenue des frais de transport.

Cependant nous avons dit que l'habitude et la commodité d'une monnaie lui donnent un supplément d'appréciation et M. RIST a écrit justement « il faut reconnaître qu'une partie de la valeur du métal monnayé vient de son emploi comme monnaie et que la cessation du monnayage ferait baisser la valeur du lingot. » (1).

D'autre part les cours sont plus sensibles, plus fluctuants que la puissance d'achat parce qu'ils sont soumis à la spéculation dont nous parlerons plus loin, donc à des calculs d'oscillations futures basés sur les éléments politiques, sociaux, économiques monétaires les plus divers. Par exemple, dans les pays dont le change est déprécié, les étrangers tendent à en sous-estimer encore la valeur par la prise en considération des risques d'une nouvelle dépréciation. La cause en est donc dans un manque de confiance en l'avenir financier des pays considérés.

L'Inflation future et la dépréciation future qui en résultera sont escomptées par les acheteurs étrangers. Or cette dépréciation intérieure ne sera effective que le jour où la circulation du papier monnaie sera augmentée, elle ne le sera même pas immédiatement parce que les réactions ne se transmettent que lentement, progressivement, d'un bout à l'autre de la vie économique, tandis que du fait seul d'être prévue par les spéculateurs elle

(1) Revue d'économie politique, Septembre-Octobre 1921, Page 635.

devient un élément d'appréciation qui influence immédiatement le marché des changes. Là comme ailleurs la spéculation ne fait en somme qu'accentuer ou devancer le mouvement. D'autre part il faut, lorsque les prix se modifient rapidement, faire entrer en ligne de compte, non seulement les prix actuels, mais aussi les prix futurs probables, et la disparité d'une monnaie peut provenir du fait que les prévisions à l'étranger des changements futurs de prix dans un pays diffèrent des prévisions du pays lui-même à ce sujet.

Mais surtout ce sont les restrictions sévères au commerce international qui ont accentué ou maintenu l'écart entre le cours des monnaies et leur pouvoir intérieur. Ces restrictions peuvent se présenter sous des aspects différents : il peut y avoir interdiction absolue, ou interdiction accompagnée de dérogations, ou droits élevés ou variables concernant soit les exportations, soit les importations. Les gouvernements sont partis d'un raisonnement sinon simpliste, du moins empreint d'un particularisme étroit. Ils ont pensé que le seul moyen de maintenir le cours de leur change à l'étranger était d'équilibrer les exportations avec les importations et c'est ainsi que M. CASSEL a pu écrire : « les restrictions sévères de la France en ce qui concerne les importations d'articles de luxe tendent à renforcer la valeur internationale du franc, ou plutôt à compenser dans une certaine mesure d'autres influences tendant à déprécier le franc en-dessous de la parité de sa puissance d'achat. Au point de vue français, l'explication en est que les devises étrangères ne sont plus aussi demandées quand on ne peut s'en servir pour acheter des articles de luxe étrangers ; au point de vue étranger les res-

trictions aux importations rendent l'obtention de francs plus difficile.» (1).

En réalité dans des pays fatigués par la guerre, les exportations sont difficiles et alors les gouvernements ont édicté une quasi prohibition à l'importation. Ils ont oublié que ces moyens qui ont peut-être des avantages pratiques immédiats, constituent des expédients sans portée lointaine ni profonde et que la liberté des transactions commerciales est très probablement la première étape sur le chemin de l'équilibre des changes. C'est dans les moments troublés que les modifications nécessaires sont le mieux susceptibles de s'introduire dans les phénomènes économiques, parce que c'est dans ces périodes que les défauts dans l'assemblage et l'échange des capitaux, de la main d'œuvre et des marchandises sont tellement apparentes qu'elles permettent et appellent des combinaisons meilleures. Mais la première condition est de rétablir la liberté emportée par la guerre et de renoncer aux réglementations, contrôles et restrictions qui consolident l'instabilité, puisque ces mesures artificielles ne font, sous prétexte de les corriger, que suivre et épauler dans toute leur amplitude des causes d'instabilité naturelles déjà trop nombreuses. La liberté des transactions commerciales est la première condition du retour à l'équilibre économique.

En effet, malgré des courants commerciaux qui persistent en dehors de toute influence monétaire et dont il

(1). Rapport N° 13 de la Conférence financière Internationale de Bruxelles, « Memorandum sur les problèmes monétaires du monde » par M. GUSTAVE CASSEL, page 17.

faut tenir compte, même en l'absence de circulation d'or et en présence des disparités monétaires, des corrections interviennent plus ou moins lentement. Prenons des exemples pour expliquer ce phénomène de la disparité, les mouvements commerciaux qu'il déterminent et les réajustements qui s'opèrent. Le tableau suivant permettra de considérer la puissance d'achat du franc aux Etats-Unis et l'influence de ces variations sur les changes. (1).

	<i>Prix de gros</i>		<i>Prime du dollar</i>		
	France	Etats-Unis	Théorique	Côtée	Disparité
4 ^{me} trimest. 1914...	100	100	100	100	0
Janvier 1919...	335	195	172	105	— 67
Avril 1920...	566	229	247	313	+ 66
Mai 1921...	317	117	270	231	— 39
Novembre 1921...	320	125	256	269	+ 13
Avril 1922...	302	129	233	209	— 24
Novembre 1922...	339	152	223	582	+ 62

Nous avons vu en prenant comme exemple les cours de la livre sterling que la parité est déterminée par le quotient des puissances d'achat des monnaies considérées et que par conséquent la prime théorique d'une monnaie par rapport à une autre est déterminée par le quotient de l'indice des prix d'un pays par le quotient de l'indice des prix d'un autre pays. Si l'on compare cette prime théorique à la prime réellement cotée, on s'aperçoit qu'il intervient des écarts plus ou moins grands. Lorsque ces écarts sont faibles, comme dans l'exemple de la livre

(1) Ces données sont empruntées à « La Situation Economique et financière » du 30 Mars 1923, dont les chiffres viennent de « La Statistique Générale de la France » et de la Revue Américaine « BRAD STREET »

sterling et du franc, c'est que la puissance d'achat du franc est égale à son cours sur le marché des changes. Si la prime du dollar réellement cotée est inférieure à la prime théorique, si par exemple l'écart en Janvier 1919 est de — 67 au dépens du dollar, c'est qu'un franc a une puissance d'achat plus grande aux Etats-Unis qu'en France et que par conséquent on a avantage à acheter aux Etats-Unis : on dit qu'il y a pour la France « prime à l'importation ».

Si au contraire la prime réellement cotée du dollar est supérieure à la prime théorique, si par exemple l'écart en Novembre 1922 est de 62 au dépens du franc, c'est qu'un dollar a une puissance d'achat plus grande en France qu'aux Etats-Unis, et qu'inversement une marchandise française a plus d'avantages à être vendue aux Etats-Unis qu'en France, parce qu'elle y obtiendra un plus grand nombre de francs : on dit qu'il y a pour la France « prime à l'exportation ».

Les courants commerciaux finalement se déterminent d'après ces rapports des prix et des changes entre eux, et les disparités se trouvent corrigées. Ainsi en Janvier 1919 la prime réellement cotée par le dollar, étant inférieure de 67 à la prime théorique, provoqua un vif courant d'importations en France qui, à son tour, a suscité une hausse de la monnaie américaine.... La principale cause de la reprise de l'industrie allemande après la guerre fut l'état de son change conjugué avec une production bien organisée et spécialisée. Les exportations furent tout naturellement aisées en Hollande et en Suisse notamment, où le mark y était apprécié à 10 % environ de sa valeur d'avant guerre. Or la dépréciation moyenne de la monnaie n'était pas à l'intérieur de l'Allemagne de 90 %.

L'avantage de cette prime se trouve d'ailleurs la plus part du temps pratiquement réduite par les barrières douanières qui empêchent l'équilibre de se rétablir et aussi quelquefois par les risques que l'instabilité des prix et des cours impose aux contractants. Il n'y a d'ailleurs pas que les courants commerciaux, nous verrons aussi qu'il existe aussi des courants de spéculation. Par exemple, si la disparité entre les pouvoirs d'achat intérieur et extérieur d'une monnaie fait ressortir une forte prime à l'exportation, il peut en résulter une forte demande de cette monnaie sur le marché des changes, qui contribue, à défaut des exportations ou parallèlement à elles, à renverser la disparité. La spéculation internationale s'est portée sur le dollar en Janvier 1919, comme elle s'est portée à la fin de 1922 et au cours des premiers mois de 1923 sur le franc où la disparité variait entre 40 et 63 %, ce qui constituait une prime à l'exportation dont notre balance commerciale a ressenti immédiatement les heureux effets.

Ce qui fait la prime à l'exportation, c'est la chute d'une monnaie au-dessous de son pouvoir d'achat. Son cours ne donne à ce sujet aucune indication, parce qu'il importe peu que son niveau soit bas ou élevé s'il correspond à celui des prix. Il s'ensuit que les changes ne troublent les transactions commerciales que dans la mesure où ils s'écartent de la parité de leur puissance d'achat (1). Ce qui importe, ce n'est donc pas l'état statique des

(1) On a remarqué que les divergences les plus grandes dans les parités avaient lieu à l'automne parce qu'à cette époque les besoins de changes s'accroissent, et des projets dans l'intérêt du commerce ont cherché le moyen de réduire ces influences saisonnières.

monnaies par rapport aux parités d'avant guerre, c'est leur mouvement, leur tendance au mouvement vers le haut ou vers le bas en partant de leur pouvoir d'achat ; et c'est ainsi qu'on a pu dire que seule favorise l'exportation, la monnaie qui est en train de se déprécier. Dans presque tous les pays les cours sont en général légèrement au-dessous de la puissance d'achat comme l'indique le tableau suivant qui compare les différentes monnaies au dollar et montre en outre le degré de variations d'une année à l'autre.

1920 Décembre

1921

PAYS	Pourcentage du prix du dollar comparativ. à son prix au pair	Prime + ou perte — de la monnaie donnée	PAYS	Pourcentage du prix du dollar comparativ. à son prix au pair	Prime + ou perte — de la monnaie donnée
Japon	98,6	+ 1,48	Suisse	99,7	+ 0,32
Pérou	116,0	— 13,78	Japon	103,0	— 2,95
Canada	116,5	— 14 14	Canada	107,5	— 7,05
Argentine	119,6	— 16,36	Suède	109,0	— 8,27
Suisse	125,4	— 20,24	Pays-Bas	110,9	— 9,86
Pays-Bas	130 0	— 23,06	Royaume-Uni	117,5	— 14,90
Suède	136,3	— 26,76	Argentine	124,9	— 19,91
Royaume-Uni	139,3	— 28,19	Espagne	131,4	— 23,90
Espagne	148,0	— 32 44	Pérou	137,1	— 27,05
Chili	148,5	— 32,64	Danemark	137,9	— 27,48
Norvège	181,0	— 44,74	Indes Angl.	169,8	— 41,14
Danemark	181,1	— 44,77	Norvège	175,2	— 42,92
Indes Angl.	183,4	— 45,47	Chili	192,5	— 48,04
Brésil	215,1	— 53,50	France	248,5	— 59,76
Grèce	255,2	— 60,82	Brésil	249,5	— 59,93
Belgique	308,4	— 67,57	Belgique	258,9	— 61,38
France	325,6	— 69,29	Italie	438,6	— 77,20
Italie	551,9	— 81,88	Grèce	467,5	— 78,61
S. H. S.	653,2	— 84,69	Finlande	1.01,08	— 90,11
Finlande	786,9	— 87,29	S. H. S.	1.267,8	— 92,11
Roumanie	1.484,3	— 93,26	Tché. Slov.	1.638,1	— 93,90
Bulgarie	1.704,5	— 94,14	Roumanie	2.440,4	— 95,90
Allemagne	1.734,1	— 94,23	Bulgarie	2.692,5	— 96,29
Tché. Slov.	1.749,7	— 94,28	Allemagne	4.654,9	— 97,85
Autriche	17.449,3	— 98,66	Hongrie	13.617,3	— 99,27
Hongrie	10.060,6	— 99,1	Autriche	53.309,8	— 99,81
Pologne	13.182,6	— 99,24	Pologne	76.837,0	— 99,87

Les premières colonnes donnent la valeur du dollar calculée d'après la Bourse de New-York et exprimée dans les différentes monnaies en pourcentage de sa valeur au pair. Les secondes montrent la prime ou la perte (la plus part du temps la perte) de la monnaie en question exprimée en dollars. Les chiffres pris pour base sont les moyennes mensuelles (1).

En raison même de cette prime à l'exportation, des économistes, et en particulier les inflationnistes veulent voir pour un pays un avantage décisif dans la dépréciation de sa monnaie au-dessus de la parité d'achat. Ils prétendent que les exportateurs y trouvent un bénéfice supplémentaire et que les importateurs ne sont pas sacrifiés parce qu'ils majorent leurs prix de vente pour compenser la cherté des devises qu'ils se sont procurées. Il n'en est pas moins vrai que le pays, pris dans son ensemble, en souffre considérablement : peu importe que quelques commerçants en bénéficient, si ce doit être une cause de ruine pour le reste de la Nation. Les étrangers pour acheter n'importe quoi déferlent dans le pays qui se démunit ainsi de tout, et sans contre partie de même valeur. Il y a là une possibilité de débouchés pour une minorité, mais non une possibilité d'enrichissement général. Il en résulte une sorte de dépouillement à bas prix que les Allemands ont appelé « liquidation » (AUSVERKAUF) et contre laquelle ils ont du réagir dès l'été 1922 par des taxes de séjour et par le doublement du prix chaque fois qu'il s'agissait de

(1) Tableau du « memorandum sur les monnaies » publié par la Société des Nations, Genève 1922.

vendre à des personnes non domiciliées depuis un certain temps.

En admettant même que ces avantages soient réels pour un pays déterminé, ils n'en constituent pas moins pour le reste du monde des inconvénients très graves, car tous les pays souffrent de la diversité des prix des marchandises internationales. Contre les offres à des prix sensiblement inférieurs que l'un d'eux est susceptible de leur faire, et qu'on a appelé « le dumping de change », ils ont recouru à des barrières douanières, de sorte que de quel côté qu'on se tourne, ces prétendus avantages n'engendrent finalement qu'un particularisme étroit. On comprend alors que la plupart des économistes se soient efforcés à l'occasion des Conférences Internationales de lutter dans de longs rapports contre les disparités monétaires, et qu'ils aient préconisé en premier lieu la limitation de l'accroissement des moyens monétaires. En effet le réajustement automatique des parités implique comme première condition que les prix intérieurs soient soustraits à l'influence du facteur monétaire, c'est-à-dire que nos considérations ne sont valables que si l'Inflation n'a pas tendance à se développer.

L'effort normal du change qui est d'établir un équilibre entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur n'aboutit pas toujours au résultat escompté. C'est le cas de l'Allemagne par exemple chez qui cet équilibre n'a pu encore être réalisé.

Sans faire des observations trop générales et absolues, il faut bien remarquer d'une façon plus spéciale que les changes ont une action sur les prix, non seulement des produits importés, mais encore des produits identiques,

similaires ou de substitution, et qu'en rendant souvent impossible la concurrence étrangère, ils permettent à l'industrie nationale d'élever les prix sur le marché intérieur. Cette observation peut être faite tout au moins dans les pays dont la monnaie a subi une dépréciation limitée. Il résulte en effet « du memorandum de la Conférence Financière Internationale de Bruxelles » sur les statistiques monétaires que tant que la crise des changes n'a pas été vraiment grave, les prix intérieurs ont été généralement plus élevés que les prix Américains majorés du fait du change et que lorsque la crise des changes s'est aggravée, la situation s'est rapidement renversée. La rareté des marchandises fut d'abord le facteur principal dans les pays atteints directement par la guerre ; ensuite le prix des produits marchandises ne put pas complètement suivre dans ces mêmes pays la hausse des changes étrangers. (1), Il n'en allait pas de même lorsqu'il s'agissait de produits importés ou internationaux, et il convient ici de remarquer que les variations du dollar concourant à modifier les indices généraux des prix de gros, il y eut notamment en France des élévations de prix qui ne pou-

(1) — En sens inverse le mouvement des prix de certains pays étrangers est intéressant à considérer. C'est ainsi que des économistes ont pu affirmer que la hausse des prix aux Etats-Unis a été un facteur de stabilité pour les changes Français et Anglais et que si les prix n'y avaient pas pris cette direction, il eut été beaucoup plus difficile de maintenir, même temporairement, les niveaux atteints par la livre sterling et le franc. « Toute baisse des matières et denrées à New-York est facteur de détérioration des monnaies Européennes à cours forcé ». (Dossiers de la Banque de France).

vaient s'expliquer par un accroissement des signes monétaires. Par exemple, alors que les prix en France n'avaient haussé pendant la guerre que dans la proportion de 2 à 2 1/2, ils le firent de 1 à 4 de la signature de la paix à la fin de 1920, c'est-à-dire dans une période où les variations de l'émission restèrent assez faibles. (1). Or jusqu'en 1919 la politique de solidarité financière des Alliés avait empêché le dollar de s'élever notablement au-dessus du franc, tandis qu'il s'élève successivement de 5 fr. 15 en Janvier 1919 à 6,60 en Mai, à 7 en Juillet, à 9 en Octobre, à 11,885 en Décembre, à 15 en Février 1920 à 17,08 en Mai et à 17,40 en Novembre (après une chute à 11,63 en Juillet). Dans cette période par conséquent où nous avons dû beaucoup acheter à l'étranger, notre balance commerciale présentant en 1919 un déficit de 22 milliards, en 1920 de 14 milliards, la dépréciation de notre monnaie par rapport au dollar s'est ajoutée aux conséquences d'une inflation ralentie pour provoquer à l'intérieur une hausse des prix très sensible. En effet nos achats, surtout nos achats de produits fabriqués, se faisaient presque exclusivement aux Etats-Unis et en Angleterre et le rapport français à la Société des Nations préconisait un changement d'orientation dans notre politique commerciale, qui aurait consisté à importer de pays à change plus favorable tels que la Tchéquo-Slovaquie, l'Allemagne ou l'Autriche (2).

(1) Il y eut bien l'augmentation des impôts et les appels de l'Etat à l'épargne publique mais ces phénomènes ne peuvent tenir lieu d'explication suffisante.

(2) « Régimes et circulations monétaires d'après guerre » (documentation réunie sur l'initiative du secrétariat de la S. D. N.) page 62.

Les changes ont une influence sur la déclaration de la crise de 1920 et sur son accentuation. Quoique ce soit bien les facteurs économiques d'ordre général : production, consommation, crédit et stocks qui ont eu la prédominance, il n'en est pas moins vrai qu'ayant sévi là où les pays à change favorable avaient leur clientèle, la crise des changes a été la cause d'une crise plus ou moins forte. Avant la crise générale de production, et cette crise particulière a accentué le déséquilibre qui a amené la crise générale. C'est dans les Empires Centraux et les Etats de l'Europe Orientale que la crise des changes fit le plus sentir ses effets. Elle rendait déjà très difficile l'importation des denrées alimentaires dont le besoin était absolu, elle gêna plus encore l'importation de matières premières et à plus forte raison celle des manufacturées. Faute de posséder ces disponibilités suffisantes à l'étranger et de pouvoir s'en procurer, des usines allemandes et surtout des usines autrichiennes et hongroises durent chômer totalement ou partiellement dans les temps qui suivirent l'armistice. Aux difficultés financières s'ajoutait souvent l'impossibilité de vendre à l'intérieur du pays les manufacturées à des prix correspondant à ceux des matières importées, parce que la majoration énorme résultant du change se superposait à la majoration des prix sur le marché mondial. Quant à la crise en elle-même, elle se déclara en 1920 à cause de l'Inde, de la Chine, du Brésil et du Chili dont les monnaies perdirent respectivement en livres sterling 51%, 60%, 35%, 59%, et 54% de leur valeur ; en particulier nous avons vu que la chute du dollar Chinois obligea les spéculateurs américains sur la soie à abandonner brusquement leurs positions. L'influence des changes sur

la crise économique générale est due à ce qu'ils ont fermé aux pays industriels une partie de plus en plus importante de leurs débouchés en augmentant le nombre des pays qui ne pouvaient pas ou guère acheter les manufactures faute de céder leurs propres matières premières et leurs produits dans des conditions normales. C'est ainsi qu'une partie importante de la clientèle anglaise, telle que celle de l'Europe Orientale et de certains Etats de l'Europe Centrale avait à peu près disparu. Sur les marchés d'extrême Orient, les ventes avaient énormément diminué depuis la dépréciation de l'argent, et l'Amérique du Sud et les Dominions, notamment à cause de leur change, n'achetaient plus que ce qui leur était immédiatement nécessaire.

D'un autre côté les changes ont rendu spécialement dangereuse dans la compétition universelle la concurrence des pays qui tout à la fois avaient une importante industrie et une monnaie très dépréciée. Mais même ces pays à qui le change offrait l'avantage de pouvoir passer des marchés qui dans d'autres conditions eussent été impossibles, furent généralement très gênés à l'étranger par la stagnation presque complète des affaires qu'ils y constatèrent. C'est qu'on était en présence d'une situation générale embarrassée dont personne ne pouvait être exempt de supporter plus ou moins les fâcheuses conséquences.

Les pays à change favorable ont dû subir un arrêt dans l'écoulement de leurs produits et ceux à change déprécié une diminution dans le ravitaillement en matières et l'acquisition des machines : D'une part l'écoulement des manufacturés dans les pays à monnaie dépréciée est diffi-

cile parce que ceux-ci ne veulent pas en importer lorsqu'ils ont souci de leur avenir, ou n'en veulent importer que dans des cas spéciaux et exceptionnels parce qu'ils paieraient très cher la main d'œuvre étrangère. Et même les importateurs de la meilleure foi sont souvent dans l'impossibilité de tenir leurs engagements par suite de retards dans leurs rentrées de fonds ou de la baisse des changes nationaux (1)..... D'autre part la production avec des matières importées ne peut être que très faible avec la consommation actuelle sur le marché National et les barrières douanières ont fermé un peu partout les débouchés extérieurs. Quant aux instruments de production dont les pays à change bas peuvent avoir besoin, il serait plus facile d'organiser un crédit pour en permettre l'achat si on pouvait davantage fabriquer avec eux des marchandises exportables fournissant peu les devises nécessaires à leur paiement.

Malgré tout ce que nous venons de dire, il faut répéter que, la dépréciation intérieure et la dépréciation extérieure réagissant constamment l'une sur l'autre, le change tend à corriger les dénivellations de prix. L'effet devenant cause, il a donc souvent sur eux une influence prépondérante et certains auteurs en envisageant leurs rapports se sont plu parfois à dégager quelques principes généraux : D'abord sauf dans les pays dont le change est très instable et très déprécié, les variations de prix sont correspon-

(1) Le remède dans une prime d'assurance contre l'insolvabilité du débiteur paraît bien chimérique parce que s'ajoutant au taux d'intérêt, elle devrait être élevée et rendrait les opérations à peu près impossibles à traiter dans des pays souffrant déjà de la dépréciation du change national.

dantes aux variations de prix aux Etats-Unis, compte tenu à chaque instant de la valeur de la monnaie des pays envisagés par rapport au dollar. Ensuite il y a un parallélisme frappant entre l'ordre de classement des pays au point de vue des prix et celui de classement au point de vue des changes. « Il y a coïncidence absolue entre ces ordres dans 55% des cas. Les principales sources de discordance proviennent du Japon où les prix ont été anormalement élevés, de la Suède et de la Suisse qui ont des prix en général plus élevés que leur change ne le comporte, et des Pays-Bas et de la Grande Bretagne qui ont inversement des prix plus bas que ne le comporte l'état de leur change. » (1).

Il faut reconnaître cependant qu'à l'intérieur d'un pays les prix ont progressé parfois d'une façon désordonnée et à des vitesses inégales : Dans les pays où l'inflation a été considérable, des objets de première nécessité sont devenus des objets de luxe, tandis que leur peu d'utilité a fait diminuer beaucoup la valeur de ces derniers. De telles conséquences ont accentué le contraste avec les pays où les conditions étaient restées relativement normales et qui se mirent à acheter ces objets de luxe ; et c'est ainsi que toutes sortes d'œuvres d'art, qui devraient faire partie du patrimoine et de la civilisation d'un pays, ont pu passer à l'étranger. Ajoutons en outre qu'il est des marchandises qui suivent de près chaque mouvement des cours tandis que d'autres moins élastiques n'accompagnent que

(1) « Le change et les prix » par M. OLIVIER. Revue d'économie politique. Année 1922 page 420.

de loin leurs fluctuations. Chaque nouvelle dépréciation augmente donc la divergence entre le niveau moyen des prix et certains prix particuliers. On connaît le cas typique qui s'est passé en Hongrie et qui a été relaté en son temps par le MANCHESTER GUARDIAN COMMERCIAL : Quelqu'un qui avait vendu des bijoux d'une valeur de 4.000 couronnes d'avant guerre put acheter avec la somme reçue une maison valant 50.000 couronnes d'avant guerre. Un fait aussi extraordinaire ne peut s'expliquer que parce que les prix des bijoux se sont bien plus adaptés aux prix externes, tandis que les prix des terrains appartiennent à la catégorie moins élastique qui ne répond qu'imparfaitement aux fluctuations des changes. Devant un état de choses où les prix ne progressent pas parallèlement, on imagine toutes les combinaisons que peut échafauder une spéculation audacieuse.

La tendance générale des variations du change se présente peut-on donc dire sous des aspects analogues à ceux qui caractérisent les prix, et il y a, compte tenu des disparités que nous avons expliquées, des liens extrêmement étroits entre la circulation, les prix et les changes. Le tableau suivant indique le rapport de ces éléments en France depuis la fin de la guerre (1).

(1) « Situation économique et financière » du 13 Avril 1923.

Circulation de la Banque de France	Indice général des prix	Prime du dollar		Disparité du dollar	Cours du dollar à Paris
		France	Etats-Unis		
100	100	100	100	0	5 18
4 ^e trimestre 1914.....	(Moyennes)				
Janvier 1919.....	327	335	195	172	5 45
Avril 1919.....	351	320	190	168	6 01
Juillet 1919.....	361	336	221	162	6 95
Octobre 1919.....	379	368	220	157	8 60
Janvier 1920.....	390	469	231	203	11 69
Avril 1920.....	387	566	229	247	16 21
Juillet 1920.....	391	477	208	229	12 27
Octobre 1920.....	407	483	173	279	15 32
Janvier 1921.....	396	392	137	286	15 64
Février 1921.....	394	363	131	277	13 96
Mars 1921.....	395	347	126	276	14 18
Avril 1921.....	397	334	120	280	13 84
Mai 1921.....	399	317	117	270	11 97
Juin 1921.....	392	313	119	264	12 37
Juillet 1921.....	386	318	122	262	12 79
Août 1921.....	383	319	123	260	12 92
Septembre 1921.....	383	321	124	268	13 72
Octobre 1921.....	387	319	125	254	13 82
Novembre 1921.....	382	320	125	256	13 93
Décembre 1921.....	377	314	126	250	12 79
Janvier 1922.....	382	302	126	239	12 25
Février 1922.....	377	295	128	230	11 51
Mars 1922.....	370	296	127	232	11 11
Avril 1922.....	372	302	129	233	10 85
Mai 1922.....	372	305	132	232	10 93
Juin 1922.....	373	313	134	234	11 45
Juillet 1922.....	376	313	133	235	12 13
Août 1922.....	375	319	133	239	12 59
Septembre 1922.....	379	317	138	229	12 98
Octobre 1922.....	384	325	148	220	13 58
Novembre 1922.....	376	339	152	223	14 78
Décembre 1922.....	374	349	151	230	13 75
Janvier 1923.....	384	373	152	246	14 98
Février 1923.....	384	406	154	263	16 30
Mars 1923.....	387	408	154	265	15 94

Ces chiffres montrent suffisamment que toute la vie économique se trouve soumise à des facteurs qui n'intervenaient pas autrefois ou qui n'intervenaient qu'exceptionnellement et pour certains pays. Aujourd'hui l'influence des changes est générale et dominatrice de tout le mouvement des échanges sur tous les marchés, et les effroyables variations de prix consécutives aux fluctuations des changes ont donné une importance extraordinaire aux erreurs d'appréciation. Autrement dit tous ceux qui dans leur ensemble achètent ou s'engagent à acheter avant de vendre, au comptant ou à terme, sont obligés de prévoir les conditions futures du marché et les dispositions futures de la consommation ; mais depuis la guerre les circonstances les ont mis en demeure de prévoir quelque chose de plus : La valeur de la monnaie. Pour les producteurs et les commerçants c'est une gêne considérable de ne pouvoir faire des évaluations sérieuses en ce qui concerne le coût de production et le prix de vente, faute de savoir quel mouvement affecteront les changes. Si par exemple un industriel s'est porté acquéreur de marchandises en Angleterre et si la livre sterling[°] vient à baisser par rapport au franc, des concurrents pourront obtenir sur le même marché des prix plus avantageux en francs et le premier acheteur subira une perte contre laquelle toute sa prudence ne pourra rien.

..

Ceci s'applique aux marchés passés au comptant. Mais il en est de même et à plus forte raison pour les marchés à terme qui sont le mode habituel du commerce International : Le temps qui sépare le jour de l'acquisition du

jour du paiement contient tous les risques de perte qu'une hausse des changes étrangers fera courir d'une part à l'importateur et d'autre part à l'exportateur qui a fixé son prix en monnaie de son pays. Inversement toute baisse des changes entraînera une perte pour l'importateur qui a acheté en monnaie de son pays et pour l'exportateur qui a vendu en monnaie étrangère.

Cette instabilité aboutit à l'une des deux situations suivantes, l'une et l'autre très graves : Ou bien le commerçant et le producteurs essayent de se couvrir contre ce risque supplémentaire en reculant la marge de leurs profits, ce qui conduit à une exagération des prix... ou bien les opérations sont suspendues et le crédit, qui est le nerf de la vie économique, se trouve considérablement diminué. Un acheteur qui prend pour base de son opération le cours du change du jour où il passe sa commande n'a pas besoin en principe de se procurer les devises nécessaires au paiement avant la livraison de la marchandise. Il suffit de donner des garanties ou des preuves de sa solvabilité. Autrefois la chose était courante ; mais aujourd'hui les circonstances sont telles que « contracter à terme, sans couvrir son change, est s'engager dans une spéculation qui peut avoir les pires conséquences », parce qu'en quelques jours, quelquefois en quelques heures, les fluctuations du change peuvent transformer une opération présumée avantageuse en un véritable désastre. Le seul remède à cette situation consiste dans les marchés à terme de devises étrangères, près desquels on achète dès maintenant les devises dont on aura besoin dans trois mois ou on vend tout de suite celles qu'on doit recevoir

dans trois mois. (1) Ce système n'a pas d'ailleurs que des avantages : Il constitue une limitation du risque et une assurance contre la perte, en ce sens qu'il assure le bénéfice, mais il le comprime dans les limites qui avaient été la base du calcul, c'est-à-dire qu'il empêche de profiter des chances de gain consécutives à une variation favorable des changes. Ceux-ci peuvent en effet se modifier de telle façon qu'il y ait à l'échéance du terme « un manque à gagner » que ne subiront pas ceux qui, commerçants moins prudents ou spéculateurs plus audacieux, auront attendu le terme pour se procurer ou pour recevoir les devises étrangères.

Le commerçant pourrait se procurer dès aujourd'hui les devises dont il aura besoin dans quelques mois et les conserver jusqu'au jour du paiement, mais une autre méthode peut être employée, et qui est souvent plus pratique parce que ce commerçant peut ne pas avoir dès maintenant à sa disposition les disponibilités nécessaires pour acheter ces devises. Alors il passe avec une banque un contrat pour se les procurer à terme (dans trois mois par exemple). Naturellement ce contrat est basé sur le cours d'aujourd'hui et c'est cette particularité qui supprime le risque, mais généralement il y a tout de même une différence entre le prix des monnaies achetées à terme et celui des monnaies achetées au comptant. C'est ainsi qu'à Londres de 1920 à 1922, le dollar à terme a été en général à meilleur marché que le dollar au comptant dans la proportion de 1 %

(1) Voir « La mobilisation du change et le marché à terme des changes d'Anvers » par M. PAUL VAN HISENHOVEN. *Revue économique intern.* de Septembre 1920.

par an, le franc, la lire le mark plus chers à terme qu'au comptant dans la proportion de 2 1/2 %, 6 % et 5 % par an (1). Les économistes et les financiers ont dressé des tables de taux d'escompte du change sur les différentes places, il varie de quelques points d'une semaine à l'autre. Une des causes essentielles de ces différences réside dans les taux que l'on obtient pour l'argent à court terme (c'est-à-dire prêté ou déposé à courte échéance) sur les marchés des deux places. Ce devrait même être la cause essentielle si l'insécurité générale qui caractérise notre époque n'avait pas donné une importance inusitée à certains facteurs tels que la possibilité d'ébranlements financiers, de désordres politiques, de réformes monétaires etc.... Une troisième cause doit être cherchée dans le degré de concurrence existant entre les banques faisant ces opérations : c'est ainsi que d'après M. J. M. KEYNES le taux élevé des roupies Indiennes à terme vient d'une absence de concurrence chez les banques d'Extrême-Orient. Enfin une quatrième cause réside dans le nombre respectif des acheteurs et des vendeurs à terme, et dans la prépondérance des uns ou des autres, parce que, si le taux du terme doit laisser au banquier la possibilité de se couvrir par une opération au comptant et d'en retirer un léger bénéfice, il n'est pas toujours nécessaire d'user de cette possibilité et il arrive souvent qu'on peut combiner

(1) Voir « Le marché à terme des devises étrangères » par M. J. M. KEYNES. MANCHESTER GUARDIAN COMMERCIAL. (Reconstruction de l'Europe) du 30 Avril 1922, page 12.

une vente à terme avec un achat à terme par un simple jeu d'écritures (1).

(1) — M. KEYNES dans l'article que nous avons cité donne les conclusions pratiques suivantes : « Dans les pays où il est encore prématuré d'essayer de consolider la monnaie, il doit être cependant possible de réduire les suites mauvaises des oscillations par un développement de la technique du terme. C'est une tâche qu'à mon sens, les banques d'Etat de ces pays peuvent remplir avec avantage. Pour le réaliser, elles doivent ou bien disposer elles-mêmes d'une certaine somme en devises étrangères, ou bien prendre des dispositions pour recevoir des dépôts à court terme de banquiers étrangers dans la monnaie de leur pays, mais à des conditions donnant entière confiance à ces banquiers pour la liberté et la fluidité de leurs capitaux. Plusieurs sujétions techniques pourront ici être faites. Mais je pense que la méthode la plus simple est que les banques d'Etat s'engagent d'elles-mêmes dans le marché à terme et s'intéressent à la vente ou à l'achat des devises à terme moyennant des taux raisonnables ou des primes par rapport au comptant. J'estime qu'elles ne doivent pas faire ces affaires directement avec le public, mais seulement avec des banques et des établissements connus auxquels elles pourront demander des garanties appropriées ; en outre elles doivent coter chaque jour leurs changes acheteur ou vendeur, l'un et l'autre au terme d'un ou trois mois. Cette cote ne doit pas prendre la forme du prix de la monnaie elle-même, mais du pourcentage représentant l'écart entre le comptant et le terme, de sorte qu'il doit y avoir une double cote : d'une part pour l'opération faite au comptant et d'autre part pour l'opération faite en même temps à terme.

Exemple : La Banque d'Italie peut être vendeur de sterlings au comptant et acheteur de sterlings à terme avec une prime de 1/8 pour cent par mois pour les premiers par rapport aux seconds, et elle peut au pair acheter des sterlings comptant et vendre des sterlings à terme. Pour ces sortes de transactions les Banques d'Etat exigeront le maintien d'un certain capital à l'étranger, soit en espèces, soit sous forme de crédit ; ce fond sera un fond de roulement qui se complètera automatiquement à l'échéance des contrats à terme, sans être nécessairement constitué à l'échelle correspondante à la monnaie en question. C'est donc une affaire de banque comme toutes les autres et qui ne comporte pas un plus grand risque car elle est libre du risque proprement dit du change ».

Malgré les avantages des marchés à terme de devises étrangères, il semble qu'ils ne sont pas utilisés autant qu'on serait tenté de le croire. Il semble même que les banques ne soient pas très disposées à en favoriser le développement, parce qu'elles craignent que ce ne soit surtout un champ d'action merveilleux pour la spéculation. C'est d'ailleurs assez exact : « Une affaire de devises à termes a toujours pour le public un arrière goût de spéculation. » Un agrandissement de l'écart entre le terme et le comptant dénote presque toujours une activité spéculative particulièrement hardie.

Celle-ci a souvent fait preuve d'une prévision remarquable : d'une part le taux du dollar à terme, de l'automne 1920 au printemps 1921 sur le marché de Londres, montre qu'on escomptait une amélioration de la livre sterling amélioration qui s'est produite et a amené à égalité le change à terme et celui au comptant, ce qui prouve que cette amélioration était considérée comme ayant atteint alors son maximum. D'autre part au début de 1921 la prime du franc à terme indique une prévision de hausse qui se réalisa en juillet 1921, époque à laquelle on vit la spéculation renverser ses conjectures.

Il est vrai de dire il n'y a guère autour des marchés à terme que des spéculateurs professionnels dont l'opinion a quelque valeur et qu'il ne faut pas confondre avec la masse énorme de ceux qui achètent du change au comptant et dont on s'accorde à déplorer les spéculations plus ou moins aveugles.

Les banques ont essayé parfois de décourager les spéculations sur les charges à terme en s'efforçant de les distinguer des opérations purement commerciales. Mais cette

distinction, outre qu'elle n'est pas facile, ne présente pas toujours de l'utilité. Si l'on en croit certains financiers anglais, ces spéculateurs professionnels ont souvent rendu de grands services en diminuant les brusques fluctuations saisonnières qu'ils répartissent sur toute l'année. En effet quand le change n'est pas stabilisé les banques risqueraient trop et leur capital ne suffirait pas pour entreprendre des affaires portant sur toute l'année ; il est donc préférable que ce risque soit supporté par des spéculateurs plutôt que par des commerçants qui n'en ont ni la capacité ni le désir. Evidemment il est des circonstances où il est avantageux d'acheter une monnaie au comptant pour la revendre immédiatement à terme et il existe paraît-il des spéculateurs qui ont réalisé ainsi presque mécaniquement des bénéfices appréciables, mais étant données les faibles différences du terme par rapport au comptant, de telles combinaisons pour être intéressantes nécessitent des capitaux très importants. Ces inconvénients restent d'ailleurs assez chimériques parce qu'en général on use peu de la pratique du terme et les taux n'en sont que rarement indiqués dans les journaux.

Ce peu de succès des marchés à terme de change peut s'expliquer de différentes façons ; contentons-nous d'envisager la psychologie des commerçants internationaux : à côté de ceux qui escomptent une variation des changes qui fait plus ou moins partie de leur calcul, il y a ceux pour qui les chances de gain ou de perte s'égalisent et à qui l'expérience a appris que l'absence de couverture concernant leurs engagements peut constituer une bonne spéculation. Quant à ceux qui ont tout intérêt à se prémunir contre les variations des changes, le mécanisme

des marchés à terme ne leur procure pas autant de sécurité qu'on pourrait le croire. Il les défend contre le risque purement monétaire, mais les fluctuations des changes ont une influence sur les prix, surtout sur ceux des produits internationaux, de sorte qu'un commerçant qui a pris la précaution de contracter à terme dans un marché de change est susceptible malgré tout de subir des pertes énormes sur ses marchandises.

Le mécanisme des transactions se trouve en somme désorganisé par ces facteurs qui provoquent de brusques variations de prix et augmentent l'instabilité des affaires et la nervosité des cours. Une telle situation a provoqué à peu près partout une disparition du crédit. M. TER MEULEN a pu déclarer à juste titre à la conférence financière internationale de BRUXELLES de septembre 1920 : « L'un des principaux obstacles qui empêchent actuellement le retour graduel aux méthodes commerciales d'avant guerre provient du manque de confiance, des vendeurs d'un pays vis-à-vis des acheteurs d'un autre pays, qui, pensent-ils, ne peuvent pas faire honneur aux engagements qu'ils contractent lorsqu'ils font des achats autrement qu'au comptant. Et ce manque de confiance ne provient pas généralement d'un doute sur la solvabilité de l'acheteur lui-même, mais de la crainte que cet acheteur soit mis dans l'impossibilité de s'acquitter en une autre monnaie que celle de son propre pays. »

Il résulte de cette instabilité qu'on s'engage à l'aventure et dans la fièvre alors que le calme et la régularité garantissent seuls une prospérité durable. Les fluctuations des changes transforment les opérations les plus sages

en spéculations et c'est ainsi qu'un économiste a pu écrire à propos de ce qui se passait en Hongrie au début de 1922 : « La production industrielle ressemble aujourd'hui à une spéculation sur les changes étrangers, avec la différence que celle-ci échappe à l'impôt. »

L'édifice de la spécialisation en vue de la production s'est ainsi trouvé attaqué par les variations du change. Les devises ont tendu à devenir des marchandises, des valeurs soumises aux fluctuations ordinaires d'un trafic de Bourse sous l'influence de l'état de l'opinion publique et de la spéculation. Plusieurs fois par jour, les journaux indiquent les dernières cotes du dollar, de la livre, du franc, du mark, de la lire; de la couronne, sans compter celles de la péseta, du florin, du leu, du peso, de la piastre, du yen, etc. et toute une foule très variée, depuis le financier jusqu'aux humbles possesseurs de quelques centaines d'unité d'une monnaie étrangère, a pris l'habitude de suivre ponctuellement le mouvement de ces cours. Chaque porteur de change ou de valeur à change se plaît à le voir monter et fait journellement le bilan de ce qu'il possède. Cet usage nouveau a introduit dans la vie quotidienne un ordre de préoccupation inconnu avant la guerre. Autrefois le processus automatique des gold points maintenait le marché dans des limites très étroites où il n'y avait aucune place pour des différences susceptibles de procurer des bénéfices. Aujourd'hui la disparition de ces régulateurs a donné au marché une liberté de mouvement telle que toutes sortes de facteurs extrêmement variés peuvent se faire sentir. Les uns seront d'ordre politique telle que la bonne entente entre nations, les tensions diplomatiques, l'exécution des traités, les

troubles intérieurs etc... ; les autres seront d'ordre économique ou financier comme l'activité de la production et des échanges, l'état des récoltes, l'équilibre du budget, le régime douanier, les projets monétaires du gouvernement etc.., Certains seront des événements arrivés tandis que d'autres ne seront que l'anticipation de ceux à venir et il faut encore y ajouter les vagues indéterminées de confiance ou de pessimisme qui modifient le point de vue ou l'attitude de l'opinion publique. Ainsi avec des changes qui subissent à tout instant la répercussion de phénomènes aussi hétérogènes d'événements aussi divergents, on se trouve amené forcément à supputer le bénéfice qui peut résulter de la hausse ou de la baisse. L'attention du porteur de change ou de valeur à change se trouve sans cesse sollicitée par une masse innombrable de faits parfois contradictoires, il est obligé de suivre la politique extérieure et intérieure de plusieurs états, leur gestion financière, leurs tendances sociales, leur activité économique, sans compter que la dépendance réciproque des marchés devra lui faire redouter le contre-coup d'accidents dont l'influence, pour être indirecte ou lointaine, n'en est pas moins réelle. Nous sommes maintenant obligés d'être sensibles à une foule d'événements qui eussent laissé nos pères indifférents. La rapidité et la multiplicité de la vie moderne enferment les individus dans un cortège de pensées et d'impressions plus nombreuses et plus pressées qu'autrefois, surtout depuis que les changes, compliquant leurs intérêts, les ont asservis aux informations économiques dont le champ est illimité. Que ce soit ou non pour le déplorer, il faut bien reconnaître que l'instabilité des changes a fait de toute opération qui les concerne une spéculation.

CHAPITRE IV

Les crédits de spéculation

On sait que le change est en somme l'étude des moyens de compensation internationale et par conséquent et surtout des facteurs qui peuvent en augmenter ou en diminuer le volume. Nous avons vu les éléments qui composent la balance des comptes. Leur variété en rend l'énumération complète difficile, ainsi que la hiérarchie à leur assigner, et ne permet guère d'isoler l'influence pourtant considérable du facteur purement monétaire sur les variations du change. Quoiqu'il en soit il s'agit pour chaque pays de compenser chaque jour ses créances et ses dettes.

Son change résulte de cet état d'équilibre avec tous les autres pays, l'arbitrage tendant à répartir au mieux les créances de chaque pays et de cette façon à universaliser les règlements. Il solidarise les différentes places et empêche de considérer séparément les relations de deux pays déterminés. Le change d'une Nation est fonction de l'ensemble de ses moyens de compensation et ceci explique que sa balance avec une autre nation lui étant favorable, il ne s'en suit pas que le cours de son change acquiert la même qualité. C'est le cas de la France avec certains petits Etats neutres vis-à-vis desquels notre balance est positive et notre franc pourtant déprécié.

Quand dans le rapport des créances et des dettes, celles-ci restent en excédent, il faut avoir recours à une liquidation qui peut intervenir de plusieurs manières : Elle peut résulter d'une exportation de numéraire qui était considérée avant la guerre comme le meilleur moyen de remédier à la dépréciation des changes et comprimait leurs variations entre les gold-points, représentatifs des frais de transports et d'assurances. Mais le numéraire, comme nous l'avons déjà dit, n'est considéré au point de vue international que comme une marchandise dont le pouvoir ne provient que de sa valeur métallique intrinsèque et qui se trouve par conséquent à la merci de l'évaluation étrangère. L'or offrait l'avantage d'être partout l'objet d'une estimation constante. Mais depuis la guerre la plupart des pays ont été amenés à en prohiber l'exportation pour éviter des troubles intérieurs et pour protéger leur encaisse métallique qui n'aurait pas suffi à corriger la baisse du change, qu'accroissait, surtout dans les pays belligérants, une inflation croissante.

Il s'est donc trouvé dans plusieurs pays un certain excédent de dettes, dépourvu de compensation et reflété par la dépréciation de leur monnaie. Pour combattre celle-ci, ou plutôt pour l'empêcher de se développer, on a eu recours au crédit qui, s'il ne liquide pas les règlements d'une façon définitive, a au moins le mérite d'en ajourner l'échéance. Il affecte plusieurs modalités : il y a d'abord le procédé grave et qui doit rester exceptionnel de l'emprunt extérieur (1). S'il procure un actif immédiat, il grève l'ave-

(1) GOSCHEN : « Théorie des changes étrangers » a montré le rôle croissant des valeurs mobilières dans les échanges internationaux.

nir des intérêts annuels et de l'amortissement qui pèsent lourdement sur la balance des comptes. Il est juste de remarquer cependant qu'il y a de la part des nationaux une tendance constante à rapatrier les emprunts contractés à l'étranger, et l'arbitrage qui achète des valeurs dans les conditions les meilleures pour les revendre dans les plus onéreuses, choisit de préférence les rentes d'Etat pour les négocier dans leur pays d'origine. Avant la guerre la France plaçait annuellement deux à trois milliards en valeurs étrangères. On avait accoutumé de déplorer cette pratique qui s'expliquait, disait-on, par la crainte des immobilisations léguées par le souvenir des frères PÉREIRE et empêchait les capitaux de courir leurs risques, comme c'est leur fonction, en alimentant l'industrie, le commerce, les colonies etc.. En réalité nos placements étrangers n'étaient que la conséquence de notre situation économique où nous étions « Créanciers partout et débiteurs nulle part ». L'arbitrage depuis la guerre a sur une échelle considérable transformé en disponibilités de change nos placements en valeurs étrangères, les différents pays rapatriant leurs dettes et mettant ainsi à notre disposition des milliards qui ont servi à combattre la crise de nos changes. (1)

(1) M. Henri GAYSS dans un article du « Journal des économistes » du 15 octobre 1920, page 297, intitulé : « de l'utilisation des placements étrangers dans la crise des changes » a étudié ce qui avait été fait à ce sujet en France et en Angleterre. Il est certain que pour notre part nous avons procédé selon des règles moins uniformes, plus souples, mais plus timides et par étapes plus lentes. Et nos dispositions n'ont pas rencontré le même accueil, ni rendu autant de services que le système anglais « MAC KENNA » alors chancelier de l'Échiquier, élaboré un projet de mobilisation

L'effet en a été diminué par l'importation en fraude et en sens inverse, grâce à l'arbitrage, de valeurs de spéculation participant aux fluctuations du change, telles que les valeurs de pétrole.

A côté des emprunts extérieurs il y a toutes les formes de crédit internationaux qui sont analogues aux modalités communes du crédit et qui interviennent pour couvrir la différence quand les éléments de compensation sont insuffisants. Que ce soient des crédits commerciaux avec ou sans affectation, ou des crédits de banque par caisse ou par acception, toutes les combinaisons possibles ne sont que des moyens de remédier temporairement à un dérèglement des changes et en temps normal d'éviter un

des valeurs américaines libellées en dollars et détenues par les capitalistes anglais, projet qui aboutit à la loi adoptée dès la fin de 1915 par le parlement britannique. Le gouvernement proposait aux porteurs ou bien de leur acheter leurs valeurs américaines au prix de la Bourse et d'en payer le montant soit en espèces, soit en bons de l'Echiquier à 5 % ; ou bien de leur emprunter leurs titres pour deux ans moyennant le paiement d'un intérêt supplémentaire de 1/2 %. Dans ce dernier cas le porteur aurait la faculté de vendre ces titres en Amérique à toute époque à la condition de mettre le change provenant de la réalisation à la disposition du trésor britannique ; mais le gouvernement réclamait pour son propre compte une sorte d'option sur les titres qui auraient été prêtés et qu'il avait le droit de réaliser quand il le jugerait opportun, en réglant aux porteurs le prix de vente à New-York au cours du change plus 1/2 %. Des mesures étaient prises pour remettre aux prêteurs un certificat c'est-à-dire un titre négociable en Bourse leur permettant de procéder à des réalisations et d'éviter les inconvénients d'une immobilisation permanente. Le gouvernement anglais se réservait par conséquent un véritable droit d'expropriation sur les titres qu'il invitait le public à lui prêter et prenait par contre toutes les mesures utiles pour assurer aux porteurs, tant que l'expropriation n'aurait pas eu lieu, la conservation de tous les avantages d'un titre mobilier. L'on s'accorde que le système a fonctionné de façon satisfaisante et a porté sur des capitaux considérables. »

transport de numéraire. Ils permettent d'attendre le rétablissement de l'équilibre économique et ont surtout pour effet de corriger les variations périodiques de la balance commerciale. C'est la spéculation qui alimente ces crédits, mais une spéculation spéciale qui s'exerce sur le taux de l'intérêt. En effet lorsque le change d'un pays est temporairement en état de baisse, l'offre d'un taux d'intérêt élevé, plus élevé que dans leur propre pays, attire les capitaux étrangers et constituent un correctif suffisant. M. DECAMPS a longuement étudié l'influence de la hausse du taux de l'escompte (qui est une manifestation de la hausse du taux de l'intérêt sur les mouvements de capitaux et l'équilibre des changes) (1). Il en a déduit qu'une différence minime entre le taux de l'intérêt sur deux places suffit à provoquer des transferts de disponibilités de l'une à l'autre, mais qu'évidemment une période de crise rend les exigences des prêteurs plus grandes et les sacrifices des emprunteurs plus lourds. Ces mouvements de capitaux équilibrent la balance des comptes et améliorent les changes, de sorte que dans ces combinaisons il y a spéculation non seulement sur le taux de l'intérêt, mais encore sur le taux du change. Son redressement est escompté par les emprunteurs qui pourront ainsi se libérer avec profit. Pour que de telles opérations puissent être engagées il suffit que le marché se présente dans des conditions normales, c'est-à-dire que le mécanisme des Gold Points

(1) « Les changes étrangers » page 239 et suivantes... Et pour l'analyse, les différentes formes et les répercussions des crédits commerciaux et de banque : page 209 et suivantes.

fonctionnant régulièrement, supprime l'hypothèse d'une chute accentuée des changes.

Mais les échanges internationaux ont subi depuis 1914 des troubles tels qu'ils ont provoqué à peu près partout une disparition ou une diminution notable du crédit. Jusqu'au 13 mars 1919 les gouvernements créditeurs ont consenti à leurs alliés des emprunts sans exiger la garantie des opérations du point de vue commercial et monétaire ; mais à partir de cette date, le marché des changes s'est trouvé livré à lui-même, la solidarité financière des alliés ayant été dénoncée d'abord par l'Angleterre, puis par l'Amérique, et les avances des trésoreries ayant cessé. Alors est apparue chez nous cette crise de crédit international. L'année 1919 a révélé dans notre balance commerciale un déficit dépassant 20 milliards et par conséquent l'impossibilité de balancer nos règlements de comptes avec les éléments de notre actif. Les ressources exceptionnelles provenant d'emprunts extérieurs (empru d'Etat, des villes, des chemins de fer, des consortia industriels) étant disparues et les banques n'étant pas toujours disposées à courir les risques inhérents aux opérations de change, nos comptes se sont trouvés réglés grâce à des particuliers qui se sont substitués aux Trésoreries et aux banques pour nous procurer les disponibilités dont nous avons besoin.

En effet les variations des changes ne connaissant plus de limites ont à peu près supprimé le crédit alimenté par la spéculation sur le taux de l'intérêt à court terme. Mais du même coup elles ont fait considérer les monnaies comme des marchandises de valeur variable pouvant faire l'objet d'un trafic de bourse et elles ont suscité cette

nouvelle forme de spéculation inconnue autrefois qui s'exerce sur la valeur même des monnaies et qu'on appelle « crédits de spéculation ». Ce sont eux qui nous ont permis de faire face à nos engagements et qui ont accentué la différence entre la balance des comptes et la balance du commerce ; ces spéculateurs se recrutent dans les catégories les plus diverses depuis les grands banquiers ou financiers jusqu'aux plus humbles capitalistes en passant par les industriels et commerçants exportateurs. Leur état d'esprit consiste à croire qu'une monnaie a subi une baisse exagérée ou temporaire et qu'elle doit un jour ou l'autre récupérer une partie de la valeur perdue, soit qu'elle reviendra au taux que les circonstances semblent devoir lui imposer, soit que les événements politiques, économiques, monétaires ou sociaux se développeront de telle façon qu'ils lui procureront les éléments d'appréciation nécessaires.

C'est en effet du choc d'éléments trop souvent contradictoires ou insaisissables que se détermine chez les acheteurs et chez les détenteurs de change l'impression que le cours de telle monnaie tend à s'affaïssir, à se maintenir à s'accroître, et cette impression revêt « toutes les nuances de l'hésitation et de la certitude, celle-ci passive, robuste, agissante, celle-là endémique, inquiète, passagère. » Ils doivent dominer l'influence des sentiments, juger les informations non confirmées qui accompagnent tout événement, veiller aux manœuvres de certains qui avec des moyens limités parviennent à provoquer des différences de cours. Ils doivent aussi saisir l'atmosphère du marché dans son ensemble, car c'est elle qui détermine le degré d'influence de tel bruit qui un autre jour

pourrait n'avoir aucune action. M. DUDLEY WARD en étudiant l'aspect du marché des devises à Londres donne une idée de la fièvre qui y règne : « Le marché est pris dans un réseau téléphonique serré qui relie spéculateurs et courtiers, prolonge ses lignes vers la province et les villes continentales voisines et par le câble tient Londres en contact avec l'ensemble du monde. De cette manière les affaires marchent avec une rapidité inouïe, Londres peut à tout moment traiter par téléphone avec Paris et Bruxelles, de Paris avec Zurich et l'Espagne, de Zurich avec Vienne et Bruxelles, avec Amsterdam, Cologne et Berlin, de sorte que le cours en quelques minutes peut être communiqué à tout le continent... Chaque courtier aspire à se spécialiser dans un ou plusieurs groupes de devises et a son propre cercle de spéculateurs avec lesquels il est relié par téléphone privé. Il n'entretient aucun rapport direct avec ses collègues, mais comme chaque spéculateur est en relation avec un certain nombre de courtiers, le marché peut être maintenu au même niveau. Sur la liste des 35 monnaies s'inscrit une série de chiffres croissants qui montrent les diverses courbes reçues des courtiers. Sur une feuille s'allonge la liste des achats et des ventes qui sont groupées, pour chaque opérateur, dans les compartiments des différentes devises pour lesquelles il est spécialisé. Les boursiers en devises se divisent en deux catégories : les uns indiquent immédiatement un cours ferme, les autres font attendre leurs clients avant de leur faire une offre. Cette différence de tactique vient de ce que le 1^{er} boursier se reposant sur sa connaissance des fluctuations du cours donne une notation ferme, comptant qu'il se couvrira par le prix ou sur le

courtier ou sur l'étranger. Sa notation comporte par conséquent une marge pour le gain et si l'on considère le risque de l'affaire, ce gain est loyalement gagné. L'autre boursier se tient sur la réserve; il attend le coup de téléphone de son courtier qui communiquera la notation. Il donne alors son prix en calculant pour son profit la même marge que le premier boursier, quoique dans ce cas le risque ne soit pas le même. Mais comme pour les gros clients c'est un cours ferme qui importe, le vendeur prudent qui ne veut pas prendre de risques dans les opérations perd bien vite du terrain. » (1). Ceci s'applique surtout aux spéculateurs qui cherchent un bénéfice dans les changements de cours du moment. Les crédits de spéculation qui se caractérisent pourtant par l'instabilité n'en sont pas moins généralement accordés pour quelque temps. Ils consistent en effet à avoir confiance dans le redressement d'une monnaie, à jouer sa hausse, mouvement qui exige plusieurs semaines ou plusieurs mois pour acquérir une amplitude intéressante. Le spéculateur en question n'a pas en vue le pouvoir d'achat présent ou futur de la monnaie qu'il achète, mais seulement l'amélioration de sa valeur d'échange vis-à-vis de sa propre monnaie ou d'une autre monnaie étrangère. « L'opération consiste dans l'achat de francs contre monnaies étrangères, dans le maintien de ces francs en dépôt chez nous soit directement soit indirectement, enfin dans la reconversion ultérieure de ces francs soit en la monnaie primitive qui a été

(1) « Manchester Guardian Commercial » Reconstruction de l'Europe, 20 Avril 1922. Page 10.

utilisée pour leur achat, soit en une autre monnaie ». (1) Par exemple les Etats-Unis eurent après la guerre un excédent d'exportation annuel de quatre milliards de dollars, tandis que les éléments d'actif de la France ne suffisaient pas à compenser ses engagements. Il fallait donc un emploi aux disponibilités américaines et un moyen de compensation à notre solde exigible.

Au lieu de faire des prêts à la France, ou de souscrire à un emprunt international, les Américains qui ne font pas volontiers des placements sous des formes qui cristallisent longtemps l'épargne, se sont engagés dans des crédits de spéculation. Ces spéculateurs américains qui ont confiance dans notre redressement économique se substituent aux créanciers étrangers en leur achetant leurs créances pour un certain nombre de dollars. Le débiteur français leur donne la contre valeur en francs des dollars qu'ils déposent dans une banque française en attendant le relèvement du franc escompté. A ce moment ils convertiront leurs francs, acquis à un taux déprécié, en dollars, mais ils obtiendront avec le même nombre de francs un nombre de dollars plus élevé que celui qu'ils ont déboursé et c'est cet écart qui en faisant le bénéfice du spéculateur constitue toute la raison d'être de l'opération.

D'ailleurs s'il obtient un profit, il convient de remarquer que c'est lui seul qui supporte tous les risques de cette combinaison qui ne tend en somme qu'à substituer à une dette en monnaie étrangère, une dette en francs en-

(1) M. DECAMPS : « Le crédit international et la crise du change ». Journal des économistes ; avril 1920. Page 116.

vers des étrangers. De telles opérations ont pris dans le monde entier une importance qu'il est difficile de soupçonner, parce que les sommes qui y sont employées sont l'objet soit d'un compte en banque, soit d'un dépôt, soit même d'un placement à court terme et qu'il est délicat d'en déterminer l'origine. De tels spéculateurs ont souvent des comptes ouverts en quatre ou cinq monnaies différentes et se refusent la plupart du temps à les investir en placements même facilement mobilisables, préférant conserver une entière liberté d'action. (Le fait par les Américains d'avoir acheté l'an dernier un certain nombre de bons de la défense restent à tout prendre une exception). Ces spéculations ont surtout eu lieu de la part des pays à change favorable, tels que les Etats-Unis et l'Extrême Orient, sur les monnaies dépréciées et particulièrement sur celles dépréciées au-dessous de leur pouvoir libératoire intérieur, parce que l'observation a montré qu'elles sont sujettes à des variations plus amples et plus arbitraires que celles qui gravitent autour de la parité de leur puissance d'achat. Cette spéculation se développe surtout quand les circonstances, grossissant l'incertitude, rendent plus difficile ou impossible l'intervention des formes normales de crédit public ou privé.

Ainsi donc elle procure des éléments de compensation qui permettent à la balance des comptes de retrouver son équilibre, mais elle comporte de graves dangers du seul fait que le pays qui en bénéficie se trouve à la merci d'un fléchissement de la confiance chez ceux qui l'ont entreprise. Elle introduit dans la vie économique un élément permanent d'incertitude, parce qu'à tout moment les spéculateurs internationaux, sur une simple informa-

tion alarmante ou une impression pessimiste, peuvent abandonner leur position et retransformer leur dépôts en monnaies étrangères. La moindre dépression d'origine politique, économique ou sociale s'en trouve accentuée d'autant, de sorte que tout en affermissant le change d'un pays, ce genre de crédit constitue pour lui une menace continuelle. On l'a comparé à la corde qui soutient le pendu parce qu'à chaque ébranlement la strangulation augmente.

En effet quand des spéculateurs abandonnent, on est bien obligé d'avoir recours à d'autres, mais ces nouveaux venus n'interviennent qu'à des conditions plus onéreuses, c'est-à-dire seulement après une dépréciation plus grande du change pouvant leur faire admettre que « le fond est touché » et par conséquent leurs risques réduits. On trouve toujours des spéculateurs disposés à croire que ce point est atteint, mais chaque fois, à moins d'événements importants provoquant la hausse, le change reste généralement en deçà du taux qui existait au moment où les spéculateurs précédents se sont découragés.

C'est par ce processus que le désordre économique d'un pays ébranlant la confiance, sa monnaie, de dépréciation en dépréciation a pu atteindre parfois des cours extraordinairement bas. On peut donc dire que malgré son utilité, la spéculation internationale est une forme de crédit à vue particulièrement onéreuse et que sa trop grande impressionnabilité, en grossissant tous les événements qui surviennent, constitue un danger permanent. Ce fut notre suprême ressource quand en 1919 l'Angleterre et les Etats-Unis nous abandonnèrent financièrement, mais par ses caractères mêmes, tantôt elle servit

tantôt elle desservit notre franc, et nous avons vécu dans la crainte de voir à la moindre alerte ces spéculateurs internationaux abandonner leurs positions. Ils le firent au fur et à mesure qu'ils éprouvaient des déceptions à l'égard de nos propres efforts pour revenir à l'équilibre économique, et de nos chances d'être aidés par l'Amérique ou payés par l'Allemagne.

On a pu remarquer avec raison que cette spéculation sur notre franc quand elle est intervenue en 1919 était faite de beaucoup plus de sympathie que d'espoir de réaliser un gain. En effet le franc à ce moment a été acheté presque au pair et alors que les hommes d'Etat et les économistes étrangers tenaient les propos les plus décevants sur notre avenir économique. C'est à une quinzaine de milliards paraît-il que peuvent être évalués ces achats (1). La dépréciation de notre monnaie a fait subir de très grosses pertes à cette spéculation qui, plus avertie et plus impressionnable, a imprimé au cours du franc des commotions violentes. Des acheteurs américains ont brusquement liquidé leurs opérations parce qu'ils avaient déjà essuyé de grosses pertes sur le mark et qu'ils craignaient les répercussions de la carance allemande sur la situation financière de la France. D'après « THE WORD » de New York, les Etats-Unis auraient investi depuis la fin de la guerre dans le papier monnaie allemand la somme considérable de 960.000.000 de dollars qui n'en vaut plus aujourd'hui que quelques millions, Il les ont payés au prix de 10 cents, 5 cents et 1 cent pour 1 mark selon les époques et 80 milliards de marks ont

(1) « Situation économique et financière » du 28 octobre 1922.

ainsi été achetés à un prix moyen de 12 dollars pour mille marks. Ces chiffres sont empruntés à « la situation économique et financière » du 14 octobre 1922 qui ajoute : « Environ un tiers de cette perte est représenté par des valeurs et bons achetés en Allemagne avec les marks. Les acheteurs ont donné à l'Allemagne deux fois plus d'or qu'elle n'en a payé pour les réparations de guerre à cette date. L'Amérique a payé à l'Allemagne une somme égale à un tiers de la dette de la guerre civile américaine de 1865. Elle a payé à l'Allemagne plus que ce que l'Allemagne avait exigé de rançon de la France en 1871. On estime à 10 millions le nombre de porteurs de marks en Amérique. 1/4 ou 1/5 de ces acheteurs sont d'origine allemande. La ville de New York seule a acheté pour 22.600.000 dollars de marks. L'Angleterre a perdu 672.000.000 de dollars de la même manière, tandis que les statistiques allemandes montrent que la France, la Suisse et l'Amérique du Sud, détiennent chacune pour 5 milliards de marks.

Le mark a été l'objet de la plus grosse spéculation que l'histoire ait jamais connue parce qu'on voyait des fluctuations de 60 à 75 marks par livre sterling et qu'on a nourri à son sujet la plus gigantesque des illusions financières. » La situation médiocre de la Hollande tient en partie à ce que surtout en 1919, confiante dans l'avenir de l'Allemagne elle s'est débarrassée dans une large mesure de ses valeurs américaines et anglaises pour acheter des marks allemands et que les événements ont fait de cette opération un calcul désastreux. M. MORITZ ELSAS (THE ECONOMIC JOURNAL) de septembre 1921 estimait qu'il y avait déjà à cette date 30 ou 40 milliards de marks

détenus à l'étranger en billets ou en crédits, et en déduisait l'impossibilité de prédire l'avenir des changes. Cet énorme éparpillement du mark dans le monde enlève en effet à l'Allemagne toute influence sur la tenue de son cours qui se trouve par moments complètement sous la dépendance de l'étranger. Aussi les événements surtout extérieurs, avant que le volume de la circulation ait tout bouleversé, avaient-ils un rôle décisif par les crises de confiance qu'ils suscitaient chez les détenteurs de marks ; un exemple typique est l'effondrement des cours qui a suivi la décision sur la Haute Silésie en octobre 1921. Un autre est l'occupation de la Rhur qui fit qu'on paya les 17 et 18 janvier 18.200 et 23.000 marks le dollar qui était coté à 7.260 marks au nouvel an.

Que des phénomènes politiques ébranlent la confiance des spéculateurs et amènent une dépréciation des changes, rien que de plus naturel comme nous venons de le voir. C'est ainsi que le franc s'est affaïssé chaque fois que les Etats-Unis en 1919 et 1920 par des messages ou par d'autres manifestations ont indiqué qu'ils se désintéressaient des affaires européennes. C'est ainsi que la spéculation a joué la hausse du franc dans la période antérieure à la Conférence de Gênes, dans l'espoir d'un arrangement interallié sur les réparations et que son échec l'ayant désillusionnée, elle a renversé ses positions. C'est ainsi encore qu'elle s'est tournée contre nous lorsqu'est apparu le contraste des conceptions anglaise et française au moment de l'occupation de la Ruhr..... mais la solidarité du monde économique a parfois aussi introduit dans les cours des changes des influences qui ne les ont affectés qu'indirectement de sorte que nous pouvons

nous trouver à la merci d'évènements lointains qui se développent à l'intérieur d'un pays et sur lesquels nous n'avons aucune action.

Les crédits de spéculation offrent à l'économiste cet avantage qu'on ne sait jamais quand on a fini d'en épuiser les conséquences possibles et les répercussions inattendues. Veut-on des exemples : l'amélioration relative du franc en février 1922 a été généralement attribuée à des achats spéculatifs faits par les Américains qui étaient dûs à l'abondance qui régnait alors aux Etats-Unis. La crise qui pesait sur la Bourse de New-York avait pour conséquence que les capitaux américains s'orientaient plus facilement vers la spéculation sur les devises dépréciées.... dans le même ordre d'idées les capitaux de certains pays ont été employés à acheter des devises par crainte d'impôts sur la fortune. D'autre part à l'automne 1920 une hausse de la livre sterling par rapport au franc eut lieu en même temps qu'une grève de mineurs qui semblait devoir pourtant affecter gravement l'Angleterre, ralentir ses exportations et par suite déprécier son change. En réalité les capitalistes et financiers anglais qui avaient acheté un nombre considérable de francs, alarmés par ces troubles intérieurs, jugèrent prudent de liquider leurs opérations et de rapatrier leurs capitaux.... de même que les capitalistes français créateurs de l'étranger rapatrièrent les leurs quand la guerre éclata et provoquèrent alors un affaissement du dollar et de la livre au dessous du pair. Ainsi en 1920 la grève des mineurs quoique très défavorable à l'Angleterre et à son commerce extérieur fut la cause d'un redressement de la livre et de la baisse du franc. On voit par là combien de situations paradoxales ne peuvent

s'expliquer que par le mécanisme des crédits de spéculation.

La confiance qui les fait naître ne suffit pas pour les maintenir, ils dépendent de tous les éléments complexes qui peuvent présenter quelque importance pour ceux qui les ont engagés. C'est ainsi qu'une crise intérieure grave en Angleterre ou aux Etats-Unis serait susceptible de provoquer une chute importante du franc par rapport au dollar ou à la livre.

Ces crédits de spéculation présentent donc de gros risques aussi bien pour ceux qui les détiennent que pour ceux qui en bénéficient, mais il est juste de reconnaître que faute d'une modalité de crédit meilleure et malgré l'instabilité qu'ils créent, ils nous ont rendu de grands services. Une des raisons parmi beaucoup d'autres de l'écart entre le franc français et le franc belge tient à ce que la spéculation internationale ne joue par sur celui-ci comme sur celui-là. Elle s'y manifeste assez rarement et sans ampleur du fait que les opérations sur le franc belge n'ont souvent lieu que pour compléter des positions de spéculation prises sur le franc français.

On pourrait envisager les conséquences que cette direction nouvelle donnée à une grande masse de capitaux peut avoir sur la vie économique et plus particulièrement sur le taux de l'intérêt. Celui-ci dépend de l'offre des disponibilités et du besoin qu'on en a. Nous avons vu qu'en période normale les pays débiteurs de l'étranger et subissant un change déprécié avaient un taux d'intérêt élevé, tandis que l'argent était abondant et bon marché dans les pays qui avaient une balance et un change favorables. Mais les crédits de spéculation en absorbant une

quantité considérable de disponibilités se sont montrés plus d'une fois capables d'avoir une influence directe sur le taux de l'intérêt.

C'est ainsi que malgré une balance positive, un change apprécié et une tendance certaine à la déflation, l'argent est longtemps resté cher aux Etats-Unis parce que les milliards de dollars employés dans des opérations sur les monnaies étrangères raréfaient d'autant les capitaux susceptibles de soutenir l'industrie. Cet enchérissement de l'argent aurait autrefois suffi à attirer toutes sortes de disponibilités et à rétablir l'équilibre; mais aujourd'hui l'influence des variations du taux de l'intérêt sur la répartition des capitaux entre les différents pays est moins effective et moins directe, parce qu'avec l'instabilité économique actuelle les disponibilités qui ne s'immobilisent que difficilement sont attirées par les chances de gain que les différences de cours procurent un peu partout aux positions de spéculation.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les pays ne nous offrent pas une forme de crédit plus sûre et moins dangereuse. M. DECAMPS l'a dit : « Dès l'instant où nous avons eu en 1919, où nous avons encore tous le change qui est nécessaire pour couvrir nos besoins de paiements au dehors, l'étranger n'aurait pas à nous faire plus de crédits qu'il ne nous en fait. Nous avons eu et nous avons tous les dollars nécessités par nos paiements aux Etats-Unis, toutes les livres Sterling nécessitées par nos paiements en Angleterre, toutes les pesetas, les francs suisses, les florins, les couronnes scandinaves etc. . nécessitées par nos paiements dans ces différents pays. Ni les Etats-Unis, ni l'Angleterre, ni l'Espagne, ni la Suisse, ni la

Hollande, ni les Pays Scandinaves ne peuvent donc prétendre que s'ils nous ouvraient des crédits, ils déséquilibreraient leurs propres balances : « C'est un argument qui ne vaut pas. » (1)

Ce qu'il faut dire, c'est que l'instabilité complique les relations internationales en décourageant les crédits. Elle empêche les banques d'assister le commerce extérieur et les Trésoreries ou les marchés financiers de s'entraider directement d'après les procédés normaux. Seuls des particuliers peuvent se permettre d'engager une partie de leur fortune sur des variations de changes qui ne sont plus limitées et d'en supporter tous les risques. Le rôle et les dangers des crédits de spéculation étant ainsi déterminés en ce qui concerne la balance des comptes et les rapports internationaux, il reste à signaler la menace qu'ils font peser directement sur la vie intérieure d'un pays. En effet, non seulement ces quantités d'une monnaie détenues par l'étranger sont susceptibles de troubler les changes, ils peuvent encore constituer un danger pour la stabilité intérieure, parce que le retour dans son pays d'origine de cette masse de paiements est toujours possible. Il en résulterait un phénomène analogue à celui de 1919 en France quand les billets thésaurisés par les campagnes durant la guerre se sont trouvés jetés dans la circulation. Ainsi un État qui aurait cessé d'avoir recours aux emprunts et aux crédits bancaires, qui aurait renoncé à la pratique commode mais désastreuse des émissions, qui serait en mesure d'équilibrer tout son budget au moyen

(1) *Journal des Economistes*. Avril 1920. Art. cit. page 119.

des impôts, pourrait néanmoins se trouver dans une situation où tout se passerait comme si l'inflation n'avait pas été arrêtée. Ces raisons suffisent à montrer la nécessité de recourir à une forme de crédit moins impressionnable et moins précaire et justifient les efforts des économistes qui ont cherché les moyens pratiques de l'établir.

CHAPITRE V

La recherche de valeurs réelles

Nous avons jusqu'alors considéré la spéculation internationale s'exerçant à l'égard et au profit d'une monnaie déterminée. Il nous faut maintenant envisager le cas où des nationaux ont été amenés à spéculer contre leur propre monnaie, en investissant leurs capitaux en valeurs réelles, de préférence dans un pays à change supérieur. Il convient de signaler par exemple l'achat en masse de maisons de rapport berlinoises, par des acquéreurs étrangers venant la plupart du temps des pays à change déprécié de l'Europe centrale : plus de la moitié d'Autriche et de Pologne, les autres de Hongrie de Tchéco Slovaquie, de LETTONIE et de Roumanie, comme l'indique la statistique suivante : (1)

Domicile de l'acheteur		Domicile de l'acheteur	
Angleterre.....	1	Roumanie.....	17
Autriche.....	88	Suède.....	8
Belgique.....	6	Suisse.....	5
Bulgarie.....	6	Tchéco Slovaquie.....	25
Danemark.....	3	Turquie.....	2

(1) Service de statistiques de la direction générale des contributions à Berlin dirigé par Paul STREGEAN. « Correspondance économique franco allemande » du 12 mai 1923, page 16.

Dantzic.....	6	Yougo Slovaquie.....	7
Espagne.....	7	Syrie.....	1
Esthonie.....	7	Egypte.....	1
Finlande.....	2	Erythrée.....	4
France.....	8	Argentine.....	1
Hongrie.....	31	Etats-Unis.....	9
Italie.....	11	Mexique.....	3
Lettonie.....	17		
Pays-Bas.....	6	Total.....	356
Pologne.....	74		

Beaucoup de capitaux ont été ainsi dans différents pays transformés en avoir mobiliers ou immobiliers. Mais c'est en Allemagne qu'on peut le mieux saisir ces spéculations de toute une population contre sa propre monnaie.

La multiplication illimitée des signes monétaires a fait dépendre leur valeur de la confiance que le public accordait à l'Etat. La couverture en or du mark était en 1914 de 43 % et à l'armistice de 7 % ; elle est tombée à 2 % à la fin de 1919, à 1,3 % à la fin de 1920 ; au dessous de 1 % en 1921, et elle est maintenant infinitésimale. Une telle inflation, en accroissant artificiellement les disponibilités de la population, a entraîné naturellement une hausse des prix qui a fait déferler sur l'Allemagne une véritable vague d'index numbers. Il est remarquable que contrairement à ce qui se serait passé en période normale, cette hausse n'a pas ralenti la consommation qui au contraire a manifesté par moments une activité extraordinaire. C'est que les allemands devant la dépréciation croissante de leur monnaie ont cherché le plus possible à s'en débarrasser et à acquérir des marchandises quelles qu'elles soient. Ils sont tous devenus acheteurs de n'importe quoi à n'im-

porte quel prix. La crainte d'une dépréciation continue entraîne à un approvisionnement immédiat et ce mouvement a pris des proportions telles qu'il nécessite un volume toujours plus grand de moyens monétaires. Malgré la croissance des émissions, beaucoup prétendent que la circulation n'est pas encore en rapport avec les besoins et on voit ainsi dans quelle impasse est engagée l'Allemagne.

Le développement des achats s'est d'abord porté sur les denrées coloniales ou étrangères, sur les immeubles, sur les valeurs industrielles, puis s'est étendu à tous les produits et le gouvernement a dû quelquefois obliger les commerçants à vendre parce qu'ils hésitaient à abandonner leurs marchandises contre de la monnaie dépréciée, qui au moment d'être dépensée, aurait encore diminué de valeur. Un tel phénomène constitue un non sens économique et on vit des agriculteurs, ne tenant pas à échanger du blé contre de la monnaie, tentés de n'en produire qu'une quantité suffisante pour subvenir à leurs propres besoins.

Cette folie des achats due à une panique monétaire a provoqué une hausse des prix telle que le change à certains moments n'a pu marcher aussi vite qu'eux. Ainsi la disparité que nous avons remarquée entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur (celui-ci étant inférieur à celui-là) s'est trouvée renversée et la hausse des prix par moments a été plus que proportionnelle à la chute des cours du mark. Les articles étaient non seulement relativement, mais encore absolument plus chers qu'avant la chute du mark : au milieu d'août 1922 le dollar valait deux fois plus de marks qu'en Juillet et le

25 août 3 fois plus, mais les prix du maïs, du riz, de la graisse, des cuirs, du coton et du cuivre étaient le 25 août 4 fois plus élevés qu'en juillet. Cette observation s'applique également aux marchandises d'origine intérieure : le prix du blé par exemple était le 25 août multiplié par 5. Le 21 août le fer valait 73 % et la viande de 24 à 78 % de plus qu'en juillet (1).

Devant la dépréciation croissante du mark qui perdait sa qualité de commune mesure pour ne conserver que le caractère d'un intermédiaire entre les échanges, tous ceux qui disposaient de quelques ressources les ont converties en biens réels. Bientôt les devises étrangères furent considérées comme un refuge assuré et qui offrait le grand avantage d'être une marchandise éminemment négociable. Il n'est pas de ville, si petite soit-elle, qui ne possède un bureau de change ou un banquier en faisant les opérations. On a remarqué que le nombre des bureaux de change s'était accru en Allemagne plus rapidement que celui des banques. De plus le transfert des devises n'exige pas de formalités compliquées, leur réalisation est instantanée, et contre toute les prohibitions et mesures gouvernementales possibles, elles présentent cette particularité de se dissimuler facilement, de pouvoir rester en dépôt à l'étranger et de pouvoir ainsi être soustraites à l'emprise du fisc.

Ce sont non seulement les capitalistes et les financiers qui se sont mis à acheter du change, mais à peu près toutes les classes de la société et jusqu'aux agricul-

(1) « FRANKFURTER ZEITUNG » du 5 novembre 1922.

teurs perdus dans d'humbles campagnes, tous ont joué à la baisse du mark, les opérations faites aux guichets des banques permettent de constater que les différentes classes sociales possèdent des devises. L'exportation du capital allemand eut lieu soit par l'achat de valeurs mobilières étrangères, soit par le maintien au dehors des sommes provenant des exportations, soit surtout par l'achat de devises et la constitution de dépôts en banque au delà des frontières ; et on vit même des liasses de billets de la REICHSBANK expédiées à l'étranger et vendues à des prix ridiculement bas. Cette évasion n'est pas un placement, mais une liquidation, le « Sauve qui peut » d'individus qui ont perdu toute confiance dans l'avenir de leur pays.

Aucune mesure gouvernementale ne peut prévaloir contre cette défiance absolue dans la valeur d'une monnaie et contre la volonté de s'en défaire à tous prix. Il y a des exemples historiques qui montrent qu'un état n'a jamais pu empêcher la fuite du capital(1). Cette impuissance se trouve actuellement accrue en Allemagne du fait de sa mauvaise situation politique et économique, de l'affaiblissement de l'autorité qu'on y constate et de l'habitude de transgresser les lois qu'ont développée les in-

(1) « La France en 1901 voulut introduire un impôt élevé sur les successions et surveiller l'émigration du capital. Plusieurs milliards passèrent alors de France à l'étranger et devinrent plus tard célèbres dans le trafic international des banques sous la domination de « comptes joints ». Sur de pareils comptes plusieurs personnes pouvaient à la fois disposer et l'une après la mort de celle qui était dernière titulaire légitime du compte ». (Urbig).

vestigations d'un fisc aux abois. L'imagination offre des ressources exceptionnelles lorsqu'il s'agit de mettre en sûreté des sommes acquises par le travail et destinées à assurer l'existence. L'agio qu'on est obligé de payer sur les billets de banque étrangers en plus du cours du change est une preuve évidente d'un intense commerce de devises clandestin tenu dans les échopes et comptoirs privés, très souvent par des garçons de restaurant et de casino. Dans ces conditions il est inévitable que le change s'effondre complètement, malgré les crédits d'une spéculation étrangère naïve dont nous avons parlé et qui a été cruellement désabusée. « De l'aveu même des économistes allemands les sommes qui depuis l'armistice ont été mises par les particuliers en sûreté hors des frontières du Reich peuvent être évaluées à un total de 10 milliards de marks or, situation singulièrement paradoxale de ce pays à commerce extérieur déficitaire qui ne cesse de crier misère et dont les nationaux réussissent à accumuler de pareilles réserves de change. » (1) Un pays qui se trouve dans cette situation est bien obligé de payer ses importations avec des devises étrangères, mais ses exportateurs ne jettent pas sur le marché l'argent étranger qu'ils ont reçu, parce que craignant de ne pouvoir se procurer plus tard qu'à des prix exorbitants les devises nécessaires à l'achat des matières premières, ils n'osent pas se séparer des valeurs reçues de l'étranger en paiement de leurs manufacturés.

(1) « La débâcle monétaire de l'Allemagne » par M. GUEBHARD.
Revue économique internationale, septembre 1922. Page 570.

Ce phénomène qu'on a appelé « la fuite devant le mark » n'a pas seulement précipité sa chute, il a tendu à l'éliminer comme moyen monétaire, et de nombreux particuliers possèdent actuellement en Allemagne des comptes en dollars, en francs, en livres sterling, en florins, en francs suisse, en couronnes scandinaves. « C'est le capitalisme qui a donné le signal de l'émigration du capital et de la fuite devant le mark. En Allemagne comme dans tous les pays, c'est lui qui mieux informé sur la situation économique générale a commencé par convertir son avoir en monnaies étrangères et dans les meilleures conditions. L'avilissement de la monnaie de papier qui a appauvri le peuple a laissé intacte la richesse des détenteurs de valeurs réelles. Ces fameuses valeurs or font du capitalisme industriel la seule planche de salut d'un état désarmé. » (1) L'occupation de la Ruhr accentua le mouvement dans des proportions telles que la Reichsbank se décida à intervenir et déclara le 7 février 1922 qu'elle n'accorderait plus dorénavant de prêts ni d'avances sur les devises étrangères.

Les banques privées qui ne pouvaient plus espérer un crédit analogue de la part de la REICHSBANK furent bien obligées de le refuser à leurs clients. Il fut plus difficile alors d'acheter des devises pour constituer des réserves et ceux qui en possédaient se virent dans la nécessité de les vendre lorsqu'ils eurent besoin d'argent. Puis le ministre des finances du Reich le 8 février parla de mesures

(1) « Conséquences de l'inflation et de la dépréciation monétaire pour l'économie générale de l'Allemagne » par M. J. MENEAU revue économique internationale, janvier 1922.

qui allaient être prises pour soutenir : le cours du mark et le bruit se répandit qu'à New-York et à Amsterdam on achetait des marks pour le compte de la REICHSBANK, (1) Lorsque la Banque MENDELSSOHN, une des plus anciennes de Berlin, fut signalée comme dirigeant le mouvement et lorsqu'elle fut en mesure de contrecarrer la hausse provoquée par l'étranger à la bourse de Berlin en jetant sur le marché des quantités considérables de livres sterling tout le monde comprit ce qui se passait et renonça à spéculer sur une dépréciation plus grande et continue du mark. L'intervention de la REICHSBANK était parvenue à corriger des fluctuations temporairement excessives et désordonnées. (2) Plus récemment encore, le 16 juillet 1923 les journaux annonçaient que la REICHSBANK ayant arbitrairement supprimé la cote des devises, les ordres d'achat atteignirent un montant fabuleux. Les banques présentèrent des ordres portant sur 26 millions de florins 12 millions de dollars, etc.... le tout présentant pour la seule Bourse d'une journée un montant d'achat équivalant à 20 trillions, c'est-à-dire égal au montant total de la monnaie de papier en circulation en Allemagne à cette époque. Priées d'annuler une part importante de ces ordres d'achats les banques refusèrent, et le représentant de la REICHSBANK fit connaître alors qu'il ne satisferait que 1/4 % des demandes, ce qui fut rejeté par les acheteurs. Seuls les importateurs de vivres purent acheter les

(1) Voir «Correspondance économique franco-allemande» du 15 mai 1923. Page 12. Art. de M. J. Jastrow.

(2) Il semble établi que des banques étrangères puissantes ont participé à l'opération.

devises nécessaires à leurs transactions et la REICHSBANK en guise de représailles a menacé de refuser tout escompte aux banques séditieuses.

Depuis, l'émission des billets a augmenté et le mark tend à ne même plus remplir les fonctions économiques de l'argent qui sont dans bien des cas déjà transférées aux monnaies étrangères dont on a fait des réserves. Si ces tendances étaient généralisées, ou si après avoir établi les prix en étalons étrangers, on exigeait cependant par la suite le règlement en marks, la spéculation à la baisse sur la monnaie allemande prendrait des proportions désastreuses.

Il est un pays, la Galicie orientale, où ce phénomène s'est développé jusqu'à son aboutissement logique c'est-à-dire jusqu'à l'adoption à peu près complète d'une monnaie étrangère et où la spéculation sur les changes est devenue une institution nationale ayant même gagné les masses paysannes. Il est intéressant de le signaler, encore qu'il faille reconnaître que ce pays s'est trouvé dans des circonstances assez particulières (1) :

Depuis 1914 la Galicie orientale s'est vue successivement gouvernée 3 fois par l'Autriche, 2 fois par la Russie, 1 fois par les Bolchevistes, et 2 fois par la Pologne qui la domine encore actuellement ; à peu près chaque fois, l'Etat qui en faisait la conquête la munissait de ses billets de banque (couronnes, roubles, marks) sans compter qu'elle-même au moment de la déchéance des

Voir «Changes et cours dans un village de la Galicie Orientale» par M. L. B. Namier ; *Manchester Gardian Commercial* reconstruction de l'Europe. 20 avril 1922.

HABSBOURG ne manqua pas de se donner une monnaie nouvelle : Les «Hwrini» et les «Karbowance» d'origine russo-ukrainienne et de valeur sensiblement équivalente à l'ancienne couronne autrichienne. Le paysan galicien vit sombrer toutes les monnaies auxquelles il avait dû successivement rendre hommage et sa crédulité ne résista pas à tant de fantaisies monétaires qui s'accompagnaient de misère, d'inégalités de répartition et de transactions louches. Il faut ajouter à cela les mouvements de migration dont la Galicie orientale est le théâtre pour comprendre que le dollar américain et canadien soit devenu la valeur courante de ce pays.

Avant la guerre des centaines de milliers de Juifs de paysans galiciens avaient émigré vers l'Amérique, les Juifs presque tous à New-York, les paysans au Canada occidental. On peut dire à l'heure actuelle qu'il n'y a guère une famille juive de la Galicie orientale qui n'ait pas de parents aux Etats-Unis ni un village dont plusieurs paysans ne soient pas allés s'établir au Canada. Les communications ayant été coupées depuis 1914, et ne pouvant plus envoyer des subsides à leur famille comme ils avaient l'habitude de le faire, l'argent s'accumula entre les mains de ces émigrés et augmenta même de valeur dans des proportions inouïes à l'égard des couronnes, des roubles ou des marks. Revenus au pays après la guerre, avec quelques milliers de dollars les plus humbles de ces émigrés se trouvèrent millionnaires et devinrent les rois de leur village. Bientôt les champs les forêts et les maisons ne furent plus achetés qu'en dollars et ceux-ci eux-mêmes formèrent un objet de commerce important : « Aux roires des petites villes de la Galicie orientale on passe les

premières heures à s'informer des chances et chaque paysan connaît les cours des dollars américain et canadien ainsi que leurs prix en marks polonais. Il y a naturellement des fluctuations locales. L'arbitrage entre les villes voisines est pratiqué par des marchands juifs. Dans chaque village il y a un juif qui fait le commerce des changes et les courtiers juifs de la ville d'arrondissement la plus proche connaissent chaque « dolarnik » dans les villages environnants et savent exactement combien de dollars il possède. Lorsqu'un tel courtier reçoit d'un marché monétaire d'une certaine importance le « typ » (renseignement) que le dollar montera, il court d'un dolarnik à l'autre pour tirer profit de sa connaissance clandestine. Mais les paysans eux-mêmes sont devenus experts en changes étrangers et sont en relation avec les courtiers. »

Cette substitution d'une monnaie étrangère à la monnaie nationale constitue probablement le dernier terme de l'anarchie monétaire et demeure jusqu'à présent une exception. Le phénomène courant dans les pays à change déprécié est la fuite éperdue devant le papier monnaie et la recherche d'un contre-poids à sa détérioration. Ce résultat est obtenu par l'acquisition de valeurs réelles de préférence à l'extérieur, à laquelle peut se mêler un élément de spéculation. C'est ce qui fait, comme nous l'avons vu, la faveur des devises étrangères ; mais il convient d'ajouter que les opérations de placement se ressentent de cette tendance et se trouvent maintenant compliquées d'une action spéculative. On s'est mis à délaissier les valeurs nationales ou « de tout repos » dont l'évaluation devait subir les oscillations mêmes de la monnaie et n'offraient aucune assurance contre sa dépréciation, et on rechercha

celles présentant à cet égard des réserves de sécurité, c'est à-dire les valeurs internationales réelles ou « valeurs réelles. »

En effet selon une formule souvent répétée, la hausse des changes étrangers devait logiquement entraîner la hausse des valeurs internationales des titres de société, étrangères ou françaises, produisant ou possédant des matières premières, des terrains, des immeubles, des outillages, etc... bref des choses dont la valeur n'était pas soumise aux fluctuations de notre unité monétaire. La place faite dans tous les porte-feuilles à ces valeurs internationales était généralement considérée comme une assurance contre le risque d'un affaissement monétaire, mais beaucoup aussi s'intéressèrent aux valeurs étrangères en raison même de l'influence que leur imprimaient les changes et qui devenaient ainsi un merveilleux objet de spéculation fournissant par surcroît un dividende. Tout le monde connaît aujourd'hui ces valeurs participant aux fluctuations du change ; la « ROYAL DUTCH » qui était à 10.000 frs en août 1919 était à 48.000, 6 mois plus tard et à 69 mille en avril 1920, et on la vit ensuite avoir couramment des écarts de 20.000 frs en quelques mois. La « DE BEERS » la « MEXICAN EAGLE » le « RIO TINTO » le « CANAL de SUEZ » la « PENNARAROYA », les « PHOSPHATES » de GAFSA » les « Sucreries d'EGYPTE » , ont présenté des courbes analogues.

Le pouvoir d'attraction que les changes exercèrent sur le public est si grand qu'il s'étendit à toutes les valeurs de cette catégorie, même celles à change déprécié. En Allemagne par exemple on a pu constater des bonds déordonnés sur les valeurs autrichiennes et hongroises dont

quelques-unes ont parfois décuplé de valeur. C'est surtout en Allemagne en effet que s'est manifesté un tel désintéressement du marché des actions que les actions des sociétés n'ont même plus possédé parfois une valeur marchande en rapport avec la valeur de l'entreprise et que le marché des actions a été le seul parmi toutes les richesses dont la valeur n'a pas suivi la hausse générale.

Le capitaliste allemand en a été détourné dans la mesure où elles ne représentaient pas de l'or comme les devises ou une valeur intrinsèque (« SACHWERT ») comme les marchandises. D'autres raisons sont intervenues naturellement telles que l'augmentation de tous les frais ou impôts occasionnés par la négociation d'actions, le peu de garantie que ménageaient aux porteurs la politique financière des sociétés et la restriction des crédits au commerce et à l'industrie de la part des banques. Quoiqu'il en soit on peut dire que la dépréciation du marché des actions en Allemagne depuis le mois de novembre 1921 est due essentiellement à l'attrait des changes et de tout ce qui s'y rapporte. (1)

La détérioration de la monnaie entraîne donc pour un pays l'effondrement du crédit, et on voit par là combien elle peut affecter la production des richesses et la vie écono-

(1) C'est la conclusion du bulletin financier n° 37 : « Les variations des cours des valeurs allemandes » décembre 1922, publié par le haut commissariat français en territoire RHÉNAN il montre que « le parallélisme constant entre les cours du dollar et celui des valeurs a disparu à la fin de 1921, exception faite pour les valeurs internationales dont la hausse a suivi celle du dollar. »

mique toute entière. Non seulement l'Etat allemand n'a pu réglementer le cours de l'argent et des prix, ou assurer l'observation effective des lois, mais encore ses mesures n'ont conduit qu'à l'injustice et à l'immoralité. Une grande partie de la population a en effet les moyens de se soustraire à une telle législation par suite de la nature même de son commerce, tandis que l'autre n'a pas cette facilité et supporte tout le poids des réglementations ; elle n'est pas en mesure de conserver d'une manière productive les fonds qu'elle peut recevoir de sorte qu'elle est victime d'un appauvrissement continu. Pour remédier à la décroissance de la formation des capitaux en général et pour encourager la reconstitution de l'épargne et de son placement, on a envisagé la création d'emprunts en valeur stable ne devant pas subir les fluctuations du change. Ils remédieraient à la crise du crédit et ralentiraient l'élévation du cours des devises.

Des emprunts or à la parité du dollar, auraient en effet l'avantage de décharger la REICHSBANK de toute intervention et de permettre à la grande masse du peuple allemand de se passer des achats de billets étrangers en vue de leur thésaurisation.

Des Etats particuliers comme ceux d'OLDENBURG et de MECKLEMBURG ont déjà commencé à émettre des emprunts en valeur stable sous forme d'emprunts sur le seigle (« Roggenanleihen ») et des entreprises privées ont suivi leur exemple (1). « Lettres de gage garanties par le seigle » ou

(1) Voir « Wertbeständigkeit » par Geor. BERNHARD, « PLUTUS » du 15 février 1923, PLUTUS verlag. BERLIN.

« Obligations de charbon » sont à bien des points de vue intéressantes. Les deux problèmes qui se posent ici sont la fixité de la valeur pour l'acheteur et la possibilité de supporter toujours la charge pour le débiteur. Les emprunts des Etats garantis par des céréales sont basés sur le fait que ces Etats ont, grâce à leurs biens domaniaux, des rentrées constantes dûes à la vente de leurs produits. Il s'en suit que la valeur des intérêts mesurés au prix du seigle, du blé ou des céréales égale toujours pour les Etats la valeur des revenus produits par la vente de ces denrées.

La même idée se retrouve dans des obligations émises par des particuliers dont le produit sert à des propriétaires fonciers à se constituer des disponibilités qui sont remboursables en proportion des prix du seigle et qui produisent des intérêts également calculés selon ce prix. Il faut reconnaître que la spéculation qui ne perd jamais ses droits a réussi là encore à s'introniser : elle joue dans la marge qui peut exister entre le prix du seigle et la puissance d'achat de l'argent d'une façon générale.

Tout à fait analogue est l'émission d'obligations 6 % gagées sur le charbon de la société anonyme des « Grooskraftwerke » de Mannheim. Cet emprunt a été émis sur la base des cours du charbon westphalien d'un certain titre bien défini (le type n° 4), net d'impôt et il est divisé en obligations de 10.000, 5.000, 2.000 & 500 kgs de charbon. Cette société est en construction pour fournir l'électricité aux entreprises de Mannheim, du Palatinat, et du Nord du duché de BADE. On a choisi le charbon comme élément de base parce qu'on a considéré que le prix du courant électrique suit d'assez près les variations de la

valeur du charbon et ainsi cette société espère, grâce au courant électrique produit par elle, pouvoir toujours se couvrir par les obligations qu'elle met sur la base des prix du charbon.

Que vaut le système ?... on peut avouer que la sécurité du débiteur est assurée dans une certaine mesure, mais tout autrement se pose la question de savoir si on a trouvé une forme idéale de valeur stable. Celle-ci est naturellement supérieure quand elle est basée sur le charbon et non plus sur le mark papier, mais il ne faut pas perdre de vue que toute la capitalisation de l'opération repose sur une seule marchandise dont les prix par conséquent peuvent subir l'influence d'événements spéciaux affectant leur production ou leur marché. Le charbon peut hausser ou baisser d'une façon incroyable et subite par suite d'événements complètement indépendants de la marche des prix en général, de sorte que le capitaliste qui a le désir de conserver à ses revenus une puissance d'achat constante se voit lourdement désappointé.

Les cours du blé présentent en général des oscillations plus amples encore que ceux du charbon. Et puis on ne peut s'empêcher de penser qu'un tel système de valeurs constitue un grave danger en ce qu'il incite le public capitaliste à faire hausser le prix d'une matière déterminée et que toute la spéculation intéressée à ce mouvement ne fera que transporter les risques de certaines productions sur des couches plus étendues de la population.

Ce qu'il faut donc trouver c'est une valeur stable en relation non pas avec le prix d'une marchandise déterminée mais avec l'ensemble des prix, ce qui signifie

qu'une puissance d'achat constante de la monnaie à n'importe quelle époque ne peut être réalisée qu'en prenant comme base l'étalon international des valeurs : l'or.

En tous cas il faut éviter de rendre la spéculation complètement responsable des fluctuations du change. Si elle peut accentuer le mouvement dans un sens ou dans l'autre, elle se trouve impuissante à fausser longtemps le niveau des cours. Quand elle commet des erreurs elle ne tarde pas à en être punie et souvent même elle élargit les marchés et se montre capable de diminuer l'amplitude des oscillations. Il suffit pour cela qu'en présence d'une hausse, les spéculateurs se mettent à consolider leurs bénéfices parce qu'ils estiment l'augmentation passagère ou trop rapide.

De plus comme l'a fort bien répété M. F. MARONI il est inutile de discuter sur les avantages ou les inconvénients de la spéculation.

Elle existe sur les changes du monde entier et toutes les mesures en vue de la contrarier sont destinées à demeurer vaines ou nuisibles. Elles ne peuvent que fausser le marché en éliminant les correctifs naturels et gêner les opérations à terme qui permettent aux commerçants de se couvrir contre les risques du change. En admettant même qu'une réglementation aussi idéale que minutieuse parvienne à supprimer toute opération de spéculation en FRANCE, les cours des changes à PARIS n'en subiraient pas moins une influence directe des spéculations faites à LONDRES, à NEW-YORK, et un peu partout dans le monde. Quelqu'opinion qu'on ait à ce sujet c'est une utopie de chercher à s'en affranchir. La moindre restriction de la part d'un pays n'aboutit qu'à transporter sur les marchés

étrangers la plus grande partie des opérations qui se traitent chez lui, puisque, ayant pour objet un règlement entre 2 places, toute opération de change peut s'effectuer indifféremment sur l'une de ces places ou sur l'autre et qu'on choisit naturellement le marché le plus large.

La crise des changes est une menace pour l'Europe entière mais ce n'est pas en essayant vainement de supprimer la spéculation qu'on pourrait réglementer des mouvements dont elle n'est pas responsable. Pour sortir de cet état de crise il faudrait que tous les pays puissent rétablir leur balance commerciale, équilibrer leur budget et contracter leur circulation fiduciaire. Mais ce sont là des buts lointains à réaliser et plutôt une ligne de conduite idéale à suivre qu'une solution immédiate à expérimenter.

CHAPITRE VI

Solutions proposées et expériences faites contre la crise du change.

Pour améliorer les changes et par là la situation générale dans la mesure où elle provient de leur déséquilibre, plusieurs procédés peuvent être envisagés :

1° On peut s'en prendre aux changes eux-mêmes et essayer par voie de contrôle d'en dominer les fluctuations.

2° On peut tenter de combattre le mal dans l'une de ses causes et par différents moyens de faciliter les transactions commerciales entre pays à change favorable et pays à change déprécié.

3° On peut chercher la solution dans une réforme monétaire consistant soit dans la stabilisation par la méthode de la dévaluation, soit dans l'adoption d'une monnaie de compte internationale.

Des résultats notables sont peut-être susceptibles d'être atteints de cette manière, si toutefois on n'accorde pas une confiance excessive à ces systèmes ou à des efforts d'un caractère vague et général... et si on procède avec prudence et par étapes successives. Moins les transactions internationales se trouveront ralenties ou faussées par l'obstacle des changes et le protectionnisme qui en a pris prétexte, moins la spéculation et les tentatives d'acaparement pourront profiter des différences ou des chan-

ces de différence facilitées par des troubles monétaires et les barrières douanières qui empêchent le libre jeu des parités et le rétablissement de l'équilibre.

L'exposé des solutions que nous faisons n'est nullement limitatif. Il serait facile d'en signaler bien d'autres poursuivant le même but et des études les concernant ont déjà été faites. Le mémorandum n° 12 des documents de la conférence financière internationale de Bruxelles contient nombre de projets de cette nature. Ceux que nous signalons nous ont paru simplement les plus dignes d'illustrer l'un des trois procédés que nous avons indiqués et les autres, plus ou moins voisins, peuvent en être rapprochés. Tout en se rattachant à notre sujet, ces systèmes le dépassent dans une certaine mesure. Nous n'avons donc pas tenté d'épuiser la matière mais essayé de donner une idée de ce qui pouvait être fait ou conçu dans ce domaine.

1° *Contrôle. — Réglementations.*

Pendant la guerre les Empires centraux ont établi tout un système en vue de contrôler le change et d'exercer une influence sur son marché. Il en est résulté souvent des détentes momentanées suivies de crises plus fortes que si l'on était intervenu avec plus de circonspection. Du côté de l'Entente on a cherché surtout à empêcher les achats inutiles, l'évasion des capitaux et les actes de spéculation de nature à déprimer les cours.

Actuellement les pays comme l'Allemagne ont reconnu que toute action directe et prolongée sur le change était au-dessus de leurs forces.

Quand on examine la question de l'amélioration directe des changes, il faut insister sur l'influence que le

flottant a sur le marché. Il est un perpétuel danger puisque comme nous l'avons dit il suffirait qu'un événement quelconque incitât beaucoup de spéculateurs à la hausse à liquider leurs positions (vente de monnaies étrangères pour racheter de leur monnaie nationale) pour qu'il en résultât une énorme accentuation de la baisse, sinon une vraie panique. Ils risquent beaucoup de faire échouer tous les efforts ayant pour but d'améliorer les cours, car des liquidations successives et échelonnées de positions se produiraient alors en tous moments sur le change. Aussi les hommes compétents attachent-ils à la consolidation du flottant qui existe sur le marché du change une importance assez grande, à titre de mesure préliminaire.

Une tentative de cette nature a été faite par l'Allemagne lorsqu'elle a voulu écarter du marché pendant un certain temps les marks existant en Suisse. La combinaison devait consister à assurer aux détenteurs de ceux-ci leur remboursement au bout d'un certain nombre d'années et à un cours plus avantageux que celui du moment, plus l'intérêt de leur argent, en échange de la stabilisation pendant le dit temps de leur position. Il y aurait eu remise d'un titre d'abord non négociable, puis négociable en bourse ou quelque combinaison voisine. (1) L'échec de ces efforts a été dû à la difficulté d'obtenir de ceux qui ne cherchent dans des opérations sur le change qu'un emploi momentané de leurs capitaux qu'ils transforment leur opération de spéculation en une opération de place-

(1) Voir la revue Allemande « *Plutus* » du 1^o semestre 1920.

ment et surtout au désaccord des 2 parties en cause lors de la fixation du cours minimum garanti à une certaine époque.

Les gouvernements et en particulier ceux des pays belligérants ont dû se contenter d'exercer un contrôle officiel sur le commerce des devises et ont essayé de lui imposer les restrictions élémentaires commandées par le souci de la défense nationale. Mais il n'y avait là en somme que des mesures de surveillance prises séparément par chaque pays en état de guerre et destinées à nuire à l'ennemi ou plutôt à empêcher que de savantes combinaisons d'arbitrage ne lui fussent profitables. Malgré sa nécessité cette intervention fut médiocre quant à ses résultats et quant à son efficacité : d'une part « les pays dont le change s'est le plus déprécié sont précisément ceux dans lesquels la réglementation a été la plus stricte : la dépréciation s'est aggravée en raison directe de l'étroitesse du marché. » D'autre part « il s'agit là d'un marché essentiellement international où toute opération a sa réplique sur une place étrangère ; les mesures d'intervention tendant à réduire la liberté des transactions sont par suite condamnées à n'avoir qu'une efficacité réduite, à moins qu'elles ne soient appliquées simultanément et avec la même vigueur sur les places correspondantes. Or il est extrêmement rare qu'on puisse agir en même temps sur toutes les composantes du système : il en est toujours quelque une qui arrive à se soustraire à l'intervention et cela suffit pour en détruire au moins partiellement les effets. » (I)

(I) M. DECAMPS op. cit. page 332 et 333.

De plus on éprouve encore des déceptions faute de pouvoir faire respecter strictivement les mesures qu'on avait édictées. C'est ainsi que l'Allemagne par la « *Devisenordnung* » voulut exiger que tout acheteur de l'étranger fit préalablement une demande d'autorisation à la Reichsbank et que tout débiteur en monnaie étrangère prouvât la réalité de sa dette. Mais le système ne fonctionna jamais parce que les fraudes étaient trop nombreuses, la spéculation persista et le mark poursuivit sa chute.

Quoiqu'il en soit, l'Angleterre, la Russie, les Etats-Unis, l'Allemagne, l'Autriche, l'Italie, etc... organisèrent un contrôle du marché des changes. En France une consigne fut établie dès juillet 1915 à la suite d'une réunion de banquiers due à l'initiative de la Banque de France. Le procès-verbal de cette réunion disait que les sauts brusques qui peuvent causer la panique et la spéculation, si elles n'en sont pas déjà l'effet, pourraient peut-être être évités par un meilleur emploi des ressources dont on dispose et contenait les trois restrictions suivantes :

1° Eviter de fournir du change aux gouvernements étrangers sans l'autorisation du gouvernement français.

2° Eviter de donner du change aux banques étrangères établies en France sauf justification de besoins commerciaux de leur clientèle française.

3° Refuser absolument du change à ceux qui veulent expatrier des capitaux et spécialement acheter ou souscrire des valeurs mobilières à l'étranger. Dès le second semestre de 1917 le contrôle du marché du change devint une question interalliée. Une « commission permanente des changes » fut créée auprès du Ministère des Finances

qui assurait des fonctions de surveillance et devait en outre donner des instructions et soumettre des propositions. Elles aboutirent à la loi du 3 avril 1918 qui fut prorogée plusieurs fois et tendait à réglementer l'exportation des capitaux et l'importation de titres de valeurs mobilières (1). Le rapport n° 11 de la conférence financière internationale de Bruxelles donne les réglementations de quatorze états ; elles tendent toutes à « remplacer le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande par un certain rationnement des ressources disponibles, basé sur des considérations d'utilité nationales et à assurer le meilleur rendement national aux fonds que chaque pays peut se procurer à l'étranger ».

Aujourd'hui les Etats, sauf en quelques cas particuliers, n'exercent plus qu'un certain contrôle sur les transactions. Encore ce contrôle ne donne-t-il que de bien faibles résultats, parce qu'il est facile d'éluder la réglementation avec l'actif mouvement d'affaires internationales qui a repris dans le monde. Les praticiens vont même plus loin et affirment qu'à l'heure actuelle les opérations légitimes sont seules gênées par les réglementations tandis que les opérations moins utiles, sinon regrettables, sont faites sans difficulté par des spéculateurs peu intéressants.

Devant l'échec de ces mesures de nombreux pays depuis la guerre ont considéré avec raison que la meilleure façon d'améliorer la balance des comptes en leur faveur consistait à diminuer leurs importations et à augmenter

(1) Voir sur cette question l'exposé de M. DECAMPS op. cit. pages 335, à 341.

leurs exportations dans toute la mesure du possible. Mais au lieu de produire et d'économiser les nations ont préféré le moyen commode et illusoire des barrières douanières qui, en constituant une protection facile, empêchent le retour à l'équilibre. On a interdit ainsi l'arrivée des stocks étrangers sur le marché national d'abord par des interdictions d'importation, puis en relevant le tarif douanier d'une façon générale ou en établissant de nouvelles majorations particulières.

Dans les Etats à change nettement favorable on constate deux courants d'opinion : l'un reconnaissant les avantages de la situation actuelle tend à la consolider et à se préserver de ses inconvénients en empêchant l'importation de certaines marchandises (surtout les objets de luxe et les marchandises accessoires).

L'autre courant basé sur le fait que les exportations sont devenues très difficiles et la concurrence étrangère très dangereuse voudrait que l'on cherchât à ramener le change à des cours plus voisins de ceux des principaux états limitrophes. Les partisans de ce second système ont osé préconiser parfois l'augmentation de la circulation monétaire à l'intérieur et une action sur le change dans le sens de la baisse : la vie aurait renchéri dans le pays et le change étranger y aurait monté par suite de la dépréciation intérieure de la monnaie et d'un accroissement des importations. Mais aucun état n'a encore osé « tenter l'aventure », parce que le remède risque d'être pire que le mal. On aurait commencé par aggraver les difficultés économiques d'ordre intérieur pour atténuer celles d'ordre extérieur. Or il est dans la logique des gouvernements de préférer celles-ci à celles-là et on n'était pas sûr d'autre

part de l'effet qui s'y produirait. Une fois le but atteint, à quel moment le mouvement des changes se serait arrêté ?

2° Moyens tendant à faciliter les transactions commerciales.

Toute altération du cours des changes a donc une action perturbatrice sur le commerce mutuel des nations et avant d'envisager les systèmes qui n'ont vu le remède que dans une réforme monétaire, il nous faut dire un mot de ceux qui cherchent à faciliter les transactions commerciales en acceptant la situation monétaire actuelle.

Les obstacles qu'un change très variable oppose au commerce d'un pays peuvent théoriquement être surmontés jusqu'à un certain point en organisant un système d'échange de produits contre produits.

Déjà pendant la guerre un trafic de compensations avait existé et alors n'était-il pas possible après l'armistice de s'inspirer quelque peu de la même idée soit pour faire des échanges de marchandises contre marchandises, soit pour établir un système de règlement centralisé des opérations entre deux Etats avec ou sans le concours comme intermédiaire d'une monnaie déterminée ?

Du troc même il a été quelque peu question, mais comme il est difficile d'apprécier la valeur d'une marchandise comparativement à une ou plusieurs autres, les opérations ont pris généralement la forme de marché, d'achat et de vente presque concomittants et liés entre eux pour livraison à des époques identiques ou différentes. Ainsi des machines agricoles ont été livrées à des agriculteurs qui se sont engagés à livrer d'autre part une certaine quantité de leurs produits, combinaison possible avec

une banque ou un organe de crédit recevant quelques garanties générales (par exemple une garantie de l'Etat où se trouvent les agriculteurs, sinon de celui où se trouvent les fabricants de machines).

En fait on n'aguère retenu de telles combinaisons que l'idée de la livraison de produits et marchandises de part et d'autre pour en faire l'application partielle en certains cas, notamment au cas du remboursement de crédits, mais presque toujours en écartant définitivement les principes fondamentaux du troc c'est-à-dire l'échange des produits ou marchandises contre d'autres.

Intéressants sont les comptoirs de compensation internationale qui concernent les exportations et les importations en elles-mêmes, en notent la valeur et procèdent à des compensations de valeur, comme ceux que les empires centraux ont créés durant la guerre en pays neutres.

On a vu naître des projets qui tendaient à subsister au franc français, le « franc marchandises » et à créer des « acréditifs marchandises » en vue de compensation internationale (1). Evidemment l'estimation des marchandises serait beaucoup mieux faite avec une base commune d'appréciation que dans les conditions actuelles de certains états et les paiements entre des pays, l'un déprimé, l'autre très prospère, seraient beaucoup mieux réalisés par la voie de compensations. Mais ceux qui vendent dans un pays n'ont pas généralement à y faire d'achats et ils veulent disposer sinon de la monnaie dont ils

1) Voir sur ce point le supplément aux dossiers commerciaux de l'Office National du commerce extérieur du 10 janvier 1921.

ont besoin d'autre part, du moins d'une monnaie qui leur permette de se la procurer le plus directement et rapidement possible et sans danger d'une détériorisation. C'est pourquoi les hommes d'affaires n'ont jamais marqué beaucoup de sympathie à ces combinaisons savantes : ils sont tous théoriquement d'accord sur leurs avantages mais aucun n'est prêt à entrer dans la voie de leur réalisation.

Les efforts pour améliorer le trafic international dans la mesure où il se trouve gêné par la crise des changes présentent deux aspects. Ils tendent d'une part à procurer aux états à change déprécié les matières et les machines dont ils ont besoin pour reprendre leur activité et d'autre part à faciliter aux pays à change favorable la vente de manufacturés à l'extérieur ; mais la technique n'est pas très différente dans l'un et l'autre cas.

A l'armistice les Américains disposant d'un surplus de matières brutes et de manufacturés durent chercher des débouchés à l'extérieur et ouvrir d'assez larges crédits, mais ils s'aperçurent assez rapidement qu'ils avaient déjà engagé beaucoup, sinon trop de capitaux de cette façon et qu'il y avait les plus grands inconvénients à employer les capitaux de banque à court terme dans des opérations à longue échéance. Aussi en décembre 1919 le congrès de WASHINGTON a-t-il voté une proposition de loi du sénateur EDGE : « L'EDGE act. » qui prévoit le financement des opérations avec l'extérieur. Grâce à la création d'institutions spéciales, contrôlées par le Fédéral Reserve Board et pouvant émettre des obligations garanties par les gages de l'emprunteur étranger, les capitaux de placement, ou disponibles pendant un temps assez long, purent fournir aux acheteurs étrangers du crédit dont la longueur corres-

pondait à la fois aux genres d'opérations en question et à la nature des capitaux prêtés.

L'application de ce programme qui a suscité de nombreuses études a été assez longtemps retardée et malgré les résultats atteints n'a pas semblé répondre aux espoirs auxquels on s'était laissé aller.

Certains gouvernements tels que l'Angleterre en 1920 acceptèrent de participer à ces tentatives de développement des exportations par tous les moyens ; dans ce cas l'Etat devient en quelque sorte par un système de crédits l'assureur des exportateurs en prenant à sa charge les risques des changes. Par exemple en vue de faciliter l'exportation des manufacturés anglais, le gouvernement a accepté de verser une somme fixée dans la proportion de 60 % du coût de revient des marchandises exportées et il a demandé à l'acheteur étranger des garanties (dépôts en espèces, en marchandises, en valeurs d'état, en titres de banque) en vue du paiement du prix d'achat dans un délai maximum de 3 années.

L'Allemagne alla même plus loin dans cette voie : elle ne craignit pas à un certain moment d'accentuer l'inflation dans un but de développement industriel. C'est ainsi qu'elle a émis des billets uniquement afin de pouvoir prêter à intérêt réduit, sur garantie des commandes, l'argent dont les industriels avaient besoin et de leur permettre d'accepter des commandes à longue échéance. C'est ce qui explique qu'ils aient pu en 1920 s'engager à livrer 119 locomotives aux chemins de fer espagnols, payables 50 % après essai sur voie espagnole et 50 % après l'expiration de la garantie, conditions qu'aucun autre concurrent ne pouvait accepter.

Il faut remarquer que les exportateurs qui achètent

des matières premières dans un pays, afin de les travailler et de les revendre comme manufacturés à un autre pays se heurtent aux difficultés qui peuvent résulter des fluctuations de 3 monnaies différentes. Rien d'étonnant alors qu'on ait pris quelquefois l'habitude de faire garantir les dettes et les créances par des valeurs d'une autre nature que la monnaie de compte. L'application la plus courante d'une telle méthode réside dans ce qu'on a appelé les « Crédits de transformation » ou « de finition ». Ne pouvant parvenir à se faire consentir des crédits à des conditions acceptables, certains industriels importateurs, en particulier de l'Europe centrale, ont offert aux exportateurs étrangers de « suivre » les matières premières, non seulement pendant la période d'importation lorsqu'elles seraient à bord d'un bateau ou déposées dans un magasin, mais encore pendant leur transformation et une fois qu'elles seraient devenues des manufacturés.

L'exportateur étranger trouve évidemment un élément de sécurité dans le maintien de son droit de propriété après la livraison, mais un tel système donne lieu pratiquement à toutes sortes de difficultés particulières. Ainsi il est à peu près impossible de distinguer dans une usine parmi les matières en cours de transformation celles qui sont livrées à crédit de celles qui ont été achetées et appartiennent à l'entreprise sans restrictions dans ses droits, et surtout de maintenir une individualisation des matières après l'adjonction de celles-ci à d'autres différentes.... Ces difficultés ne sont pas toutes insolubles : la direction des usines n'aurait qu'à séparer des autres, autant que possible, les matières sur lesquelles l'exportateur étranger s'est réservé un droit de propriété et à tenir des livres et bor-

dereaux spéciaux pour préciser la situation. Et partant de la classification des matières en principales comme le coton et accessoires telles que les couleurs, on admettra que l'adjonction des secondes ne rendra pas discutable le droit de suite sur les premières. Pour être assuré que le système fonctionnera exactement, l'exportateur devra se réserver un contrôle et, si possible, vendre par avance à l'étranger des manufacturés en quantité suffisante pour couvrir le prix d'achat, car le crédit qu'il consent consiste en somme en une avance de matières premières remboursables par une certaine portion des produits manufacturés obtenus.

Cette méthode qui peut donner des résultats appréciables n'a jamais été appliquée avec une ampleur suffisante à cause des obstacles douaniers ou monétaires qu'opposent les pays à change solide, et parce que les exportateurs n'obtiennent pas un concours assez actif de leurs banques qui hésitent à s'engager loin de leur siège social et de leurs filiales dans des opérations complexes et nécessitant une surveillance attentive souvent difficile. Il faut pourtant reconnaître que des pays comme l'Autriche se sont décidés à préciser les droits respectifs des parties en cause dans les contrats de cette nature et ceux qui les font enregistrer dans une chambre de commerce voient leurs droits consolidés excepté vis-à-vis des détenteurs de bonne foi. Les crédits de transformation ne pourront rendre de notables services que dans la mesure où toutes les conditions et particularités seront strictement réglementées, car il faut reconnaître que tous les pays n'ont pas comme l'Autriche, l'Allemagne, ou la Tchéco Slovaquie une armature juridique qui se prête à l'utilisation de

cette forme de crédit. C'est pourquoi M. Jules COUCKE a pu dire que certains pays à ce sujet seraient dans l'obligation d'apporter de profondes modifications à leur législation, notamment ceux dont la structure juridique repose sur le code Napoléon : « Dans le code Napoléon l'acheteur de la matière première en devient de plein droit propriétaire alors même qu'il n'y a pas encore délivrance, du moment qu'il est d'accord avec le vendeur sur la chose et sur le prix (art. 1583 du code civil). La question essentielle est donc celle de la nature et de l'étendue du privilège garantissant la créance du fournisseur de la matière première. Il faudrait une loi spéciale instituant au profit des fournisseurs de matières premières étrangers, un privilège spécial auquel serait attaché le droit de suite et qui subsisterait en cas de faillite du débiteur. » (1)

A la conférence internationale de Bruxelles on a écarté tous les projets qui mettaient uniquement ou trop directement en cause les états ; une formule concrète y a été cependant proposée pour organiser le crédit international ; elle a eu pour promoteur un délégué hollandais, M. TER MEULEN et prévoit une intervention des états, non pour réaliser l'opération, mais pour la garantir. Les états qui voudraient aider leur industrie nationale à se procurer des matières étrangères s'adresseraient à une commission nommée par la société des Nations qui les autoriserait à émettre pour un montant déterminé des obligations garanties par les recettes de certains dépôts,

(1) « Crédits internationaux et crédits de finition » par M. J. COUCKE revue économique internationale, année 1921 volume 3 page 105.

par des biens du domaine public... ou de quelque façon aussi sérieuse. Les Etats remettraient ensuite ces obligations aux importateurs qu'ils voudraient appuyer dans leurs efforts et les importateurs de leur côté les offriraient comme garanties collatérales ou accessoires aux banques qui seraient disposées à leur octroyer des crédits. Au cas où les importateurs ne tiendraient pas leurs engagements, les détenteurs des obligations pourraient s'adresser aux Etats garants, et au besoin, soit vendre les obligations, soit, d'accord avec la commission de la société des Nations, réaliser le gage lui-même. Une fois le crédit remboursé les obligations seraient renvoyées aux Etats qui les auraient émises et prêtées, afin qu'ils puissent, si bon leur semble, les confier à nouveau à quelqu'importateur.

C'est un projet bien conçu mais qui présente certains points faibles. D'abord les banques ne se sont pas décidées à prêter leur concours parce qu'il se serait agi généralement de crédits à terme assez éloigné et que la réalisation des gages n'aurait pas pu se faire rapidement en cas de besoin. D'autre part pour les utiliser on aurait été amené à émettre des fonds d'état garantis par eux, de sorte que la garantie collatérale aurait pris presque forcément la forme d'un revenu d'Etat qui n'aurait fait qu'augmenter les difficultés budgétaires. Enfin la sécurité de l'importateur ne serait pas suffisante puisque en cas de difficulté il devrait se contenter de devenir créancier de son gouvernement au lieu d'être celui de l'exportateur. Il est certain que l'octroi de crédits à assez long terme avec de l'argent remboursable à terme correspondant selon le système préconisé par les Américains, ou bien les crédits de transformation ou encore le système TER-

MEULEN et autres mécanismes analogues peuvent rendre des services mais les difficultés que nous avons vues accompagner chacun de ces systèmes en ont empêché la diffusion.

On leur a reproché de s'attaquer aux effets nuisibles du déséquilibre monétaire, mais de laisser celui-ci intact. Aussi des projets plus audacieux, au lieu de se contenter de surmonter les obstacles provoqués par les fluctuations des changes, envisagèrent-ils la possibilité de les supprimer complètement en abolissant ces fluctuations.

3° Réformes monétaires.

Il est apparu avec une clarté croissante que le but essentiel de toute politique monétaire doit être la stabilisation tant de la capacité d'achat intérieure de la monnaie que des taux du change, mais il reste à savoir comment cette stabilisation peut ou doit être effectuée. Pour certaines monnaies, l'idée d'une déflation ramenant leur valeur au niveau d'avant guerre est devenue chimérique. D'abord beaucoup d'états ne parviennent même pas au but plus modeste d'équilibrer leur budget. Ensuite la déflation entraînerait d'une part une période de baisse graduelle des prix, un taux d'intérêt élevé, un resserrement des crédits qui arrêteraient l'industrie, une dépression économique générale, et des troubles sociaux consécutifs à une réduction de salaires.... et d'autre part un accroissement des charges des débiteurs tel qu'ils consacraient l'insolvabilité définitive de nombreux états.

La déflation ne peut donc être considérée que comme une perspective lointaine qu'il faudra entourer d'infiniment de prudence. Evidemment, moins la monnaie d'un pays où

l'inflation est contenue se trouve éloignée de la parité d'avant-guerre, et plus les efforts pour retourner à cette parité sont légitimes.

Mais les conditions actuelles prouvent qu'on doit tendre à stabiliser la valeur intérieure du monétaire par rapport aux produits plutôt que de chercher l'ancienne équivalence avec l'or.

Si on envisage certaines monnaies, on s'aperçoit en effet que tout en étant tombées au-dessous du pair, elles témoignent encore d'une certaine stabilité. En essayant par exemple de redonner à la lire italienne sa valeur d'avant-guerre, on porterait environ du simple au quadruple l'unité monétaire, ce qui provoquerait certainement des troubles graves, alors que maintenue au voisinage de sa valeur actuelle, elle est capable de servir à toutes les transactions commerciales et de répondre aux besoins du pays.

On ne saurait trop répétée que la première nécessité de la vie économique est celle de la stabilité dans l'étalon des valeurs. Il est dangereux d'entretenir l'illusion d'un retour prochain aux parités d'avant-guerre et l'essentiel est qu'il existe des taux normaux aussi stables que possible.

Autrement dit, il est plus facile et plus urgent de stabiliser les changes que de les améliorer et il est à désirer que les monnaies soient échangeables contre de l'or à un cours auquel elles pourraient se maintenir. La stabilisation par voie de dévaluation consiste à consacrer la différence existant entre la valeur d'avant-guerre et la valeur actuelle d'une monnaie par rapport à l'or. Elle se borne en somme à affirmer officiellement une situation acquise

et qui aboutirait pour la France par exemple à déclarer que le gramme d'or au lieu de valoir 3,44 frs vaudra désormais 8, 9 ou 10 frs.

Une telle mesure législative aurait l'avantage de permettre la libre exportation de l'or et de revenir aux pratiques perfectionnées d'avant-guerre qui maintenaient dans la vie économique une harmonie ayant l'or pour base. Ainsi une dévaluation, si elle constitue une faillite partielle et supprime les espoirs d'une guérison future totale, a au moins le mérite de prendre acte d'une situation de fait, de rétablir l'équilibre et de dissiper l'atmosphère d'incertitude si nuisible au développement économique.

Mais elle suppose réalisées plusieurs conditions préalables : l'inflation avant tout doit être arrêtée parce que la dépréciation future de la valeur intérieure d'une monnaie étant escomptée, comme nous l'avons vu, par les spéculateurs internationaux, se trouve par cela même reflétée dans le cours actuel des changes et qu'il en résulte une disparité grandissante entre les pouvoirs d'achat intérieur et extérieur. Cette fixité de la circulation monétaire impliquant un budget en équilibre, une stabilisation par voie de dévaluation n'est possible qu'autant que l'Etat pourra subvenir à ses charges sans avoir recours à des modalités d'emprunts successifs.

Il faut que la balance des comptes soit équilibrée, mais qu'elle le soit selon les méthodes d'avant-guerre. Nous avons vu que le déficit a été comblé grâce aux avances de spéculateurs qui escomptent la hausse des monnaies qu'ils tiennent en réserve. Le jour où la dévaluation serait décidée, le bénéfice d'une amélioration éventuelle se trouverait dissipée et la raison même de ces opérations

cessant, les spéculateurs étrangers exigeraient le remboursement de leurs avances. Devant le rapatriement de ces sommes souvent considérables, il ne resterait si l'on veut maintenir le cours du change, qu'à exporter une grosse partie du stock d'or.

Il résulte de ces considérations qu'il faut renoncer à la dévaluation pour les monnaies dont les pouvoirs d'achat intérieur et extérieur ne coïncident pas, car on ne ferait que consacrer cette disparité, consolider ses inconvénients, et par conséquent empêcher d'une façon définitive le retour à l'équilibre.

Certains économistes tel que M. CASSEL pour rendre possible la dévaluation de telles monnaies ont préconisé la création d'un grand emprunt à l'étranger à long terme (1). Il formerait la contre-partie au déficit de la balance des comptes résultant du retrait des spéculateurs et contribuerait à constituer un solide terrain économique indispensable à un système monétaire stable.

Autrement dit, il faut comme mesure préliminaire que des pays comme l'Allemagne remplacent leur vaste dette flottante par un emprunt consolidé. En supposant ces conditions réalisées, il serait nécessaire de réintroduire la liberté dans les transactions commerciales et notamment d'accorder à la monnaie sa pleine puissance libératoire quand elle est dans les mains des étrangers afin qu'ils l'évaluent au pair de son pouvoir d'achat... d'où la nécessité d'abroger les interventions arbitraires nées de la sous-

(1) Rapport n° 13, memorandum n° 3 de la conférence financière internationale de Bruxelles de 1920 et discours de Rome de 1923.

évaluation, telles que les prohibitions d'importation, les taxes d'exportation et les différences établies en faveur du marché intérieur. Ainsi la stabilisation n'implique rien de moins que la suppression préalable de toutes les mesures n'ayant en vue que les profits du pays au détriment de tous les autres et du commerce international.

Quant à la nouvelle détermination de la valeur en elle-même elle ne pourra être faite pratiquement que par rapport aux monnaies ayant conservé une relation directe avec l'or, c'est-à-dire dans les circonstances actuelles par rapport au dollar. Des financiers ont remarqué qu'il semblerait nécessaire de fixer le taux de celui-ci un peu plus haut que celui qui correspondrait au pair du pouvoir d'achat du moment. De cette façon la transition d'un système basé sur l'inflation à un système fondé sur une valeur stable de la monnaie ne sera pas trop soudaine, une certaine sécurité sera obtenue et le pair du dollar une fois fixé pourra plus aisément être maintenu. A cet effet la banque centrale pendant la durée de la stabilisation doit être prête en cas de fluctuation des changes, à vendre des dollars à un taux un peu au-dessous du pair et à en acheter à un taux un peu au-dessus du pair. La certitude que ces fluctuations seront maintenues entre ces limites est le remède le plus sûr contre les spéculations qui pourraient s'opposer aux processus de la stabilisation.

La base réelle pour la valeur étrangère d'une monnaie est toujours le pouvoir d'achat que celle-ci représente sur le marché intérieur. Le maintien de ce pouvoir d'achat dépend de la stabilisation du niveau des prix intérieurs, qui à son tour dépend d'une restriction appropriée de la circulation monétaire. Lorsque celle-ci aura cessé d'être

dominée par les exigences gouvernementales, cette contraction pourra être effectuée simplement par les limitations auxquelles les banques et spécialement les banques centrales se soumettront dans leur extension de crédits. Le moyen principal pour régulariser la circulation a toujours été le taux de l'escompte. Une fois toutes les conditions que nous avons indiquées réalisées, la banque centrale par une politique d'escompte appropriée peut d'une façon générale (comme l'expérience d'avant guerre l'a suffisamment montré) impartir une valeur stable à la monnaie. M. CASSEL a souvent répété que, même si les difficultés par ces temps troublés sont plus grandes, il n'y a pas de raison de présumer que le taux d'escompte a maintenant perdu son efficacité. (1) Ce n'est que lorsque l'inflation sera arrêtée et qu'une sage politique d'escompte assurera au pays une valeur monétaire stable à l'intérieur qu'il sera possible de stabiliser les taux des changes par rapport aux monnaies d'or, et grâce à des achats et des ventes appropriées d'empêcher les taux de ces monnaies d'excéder certaines limites définies par en haut ou par en bas.

Ajoutons que l'époque la plus convenable pour lier de nouveau une monnaie de papier dévaluée et stabilisée par rapport au métal or semble visiblement le moment d'une phase descendante dans les fluctuations de valeur de l'or. Si on tentait de le faire pendant une période de hausse de la valeur de l'or, il y aurait un risque considérable d'échec à maintenir le pair une fois fixé et le processus entier de la stabilisation

(1) « *Scandinaviska kreditaktiebolaget* » d'avril 1923.

pourrait tomber en discrédit. La valeur de l'or baissant lentement, l'adhérence au pair fixée sera facilitée tandis que cette baisse, pourvu qu'elle soit maintenue dans les limites raisonnables, n'entraînera pas d'inconvénient appréciable.

La dévaluation recrute avec le temps des partisans toujours plus nombreux et elle finira peut-être par s'imposer un jour, mais elle suppose comme nous venons de le voir tellement de conditions réalisées et de précautions prises qu'elle constitue une opération extrêmement délicate et qu'elle n'est en tous cas pour le moment ni possible ni désirable... en admettant même qu'il se trouve un Etat pour donner l'exemple et se décider le premier à l'entreprendre.

Elle rentre en effet dans le cadre des réformes intérieures, mais depuis l'armistice et surtout à partir de 1920, devant l'inefficacité des remèdes partiels ou empiriques une foule de projets furent élaborés ne tendant à rien de moins qu'à l'institution d'une monnaie de compte internationale. Leur exposé serait infiniment long et dépasserait l'étude que nous nous sommes proposée. Qu'il nous suffise de dire qu'il en est de plusieurs sortes :

Les unes tendent à centraliser les offres et demandes de change et à couvrir le déficit de la balance des comptes grâce à quelque opération financière, elles préconisent des crédits de banque à banque et la création d'un clearing international qui permettrait de déterminer le doit et l'avoir de chaque pays et de ne régler que des différences. De cette nature est le projet que M. Luigi LUZATTI a soutenu à la conférence parlementaire internationale du Commerce de 1920 : « Nous demandons d'introduire dans

les banques d'émission de la quadruple alliance les mêmes services internationaux que les gouvernements ont créés entre les administrations des postes (chèque postal international). Il s'agit de créer entre les quatre banques d'émission une grande Chambre de compensation ». Mais la conférence du Commerce en question rejeta tous ces projets parce qu'il était impossible de déterminer le change des monnaies par rapport à l'or.

Une autre série de projets extrêmement audacieux préconise l'adoption d'une monnaie internationale qui répudierait l'étalon or, sous prétexte que sa production est aléatoire, que son prix est actuellement différent selon les pays, qu'il tend à se concentrer aux Etats-Unis où il est le plus cher et où il se solidarise avec le dollar dont la valeur varie d'un jour à l'autre. « L'existence d'une monnaie marchandise n'est pas indispensable à la constitution d'un système monétaire et un instrument quelconque représentant l'unité monétaire possède une valeur d'échange parfaitement définie. Tout autre instrument monétaire que l'or qui serait universellement accepté comme monnaie, par exemple un billet international, libellé dans les diverses unités monétaires calculées selon leur pair théorique pourrait aussi bien servir de base aux divers systèmes monétaires mondiaux. » (1).

Ainsi, en admettant que les pays actuellement très riches acceptent de participer à un système qui rejettera l'étalon or, on émettrait des billets (50 ou 60 milliards par exemple : projet de M. NOGARO) qu'on remettrait aux pays

(1) M. B. NOGARO : « Traité élémentaire d'Economie Politique » (chapitre : phénomènes monétaires et théorie de la monnaie).

dont la balance des comptes est déficitaire. Mais quoi qu'en disent les promoteurs de ces projets, il est bien certain qu'il serait impossible d'empêcher leur circulation dans le public et qu'ils provoqueraient alors une hausse des prix considérable. En outre toute cette masse monétaire nouvelle irait s'accumuler finalement dans les pays à change très élevé qui sont actuellement créanciers du reste du monde, et les pays à qui on les avait tout d'abord remis, après avoir payé leurs dettes, se retrouveraient avec leur ancienne monnaie dépréciée.... et qui le resterait par rapport à la nouvelle monnaie internationale.

Restent en troisième lieu les projets préconisant la création d'une monnaie de compte internationale mais conservant l'étalon or. Ils sont extrêmement nombreux et le rapport N° 12 rédigé en vue de la Conférence financière internationale de Bruxelles en contient à lui seul plus de dix.

Ils prévoient à peu près tous la création d'une banque d'émission dont les billets seraient utilisés dans les relations avec l'étranger et se maintiendraient au pair avec l'or. Les fluctuations des changes ne seraient ni supprimées, ni réduites, elles seraient abandonnées à elles-mêmes mais ne troubleraient plus les transactions internationales où l'emploi de la nouvelle monnaie de compte réintroduirait la stabilité d'avant-guerre.

Telle est avec des nuances diverses et un degré plus ou moins grand de perfectionnement dans le mécanisme la base de tous ces projets. (1) Celui de M. DELACROIX

(1) Voir sur ce sujet M. Emile JAMES : « De l'adoption d'une monnaie de compte internationale considérée comme un remède à l'instabilité des changes. » 1922

prévoit la création d'une banque internationale avec émission de bons or produisant un intérêt et circulant comme des billets qui seraient garantis par les valeurs du pays pour lequel ils auraient été émis, ce qui aurait permis de mobiliser la dette allemande... Celui de M. VANDERLIP adopte le dollar comme nouvelle unité de compte... Celui de M. LEDERER prévoit des billets gagés par un stock d'or qui serait déposé à l'étranger... Celui de M. VISSERING qui est peut-être sinon le plus viable du moins le plus étudié voudrait que les billets émis servent d'abord uniquement dans une sorte d'institut de troc où la balance des comptes serait toujours équilibrée, ce qui ne nécessiterait pas l'exportation de l'or. Peu à peu la nouvelle monnaie se substituerait à l'ancienne et au bout de quelque temps, après la stabilisation de celle ci, on fixerait un cours d'échange entre les deux... Il y eut aussi tous les projets ou suggestions de M. M. LANDESBERGER, LEHNER, HANS GORDAN, R. HOFMAN, THALBITZER etc...

On peut faire à tous des objections identiques, sans compter toutes les difficultés pratiques et les conséquences indirectes que révélerait l'expérimentation de solutions restées jusqu'alors sur le papier.

D'abord où trouver le stock d'or nécessaire à la banque pour émettre ses billets?... Ensuite sauf dans le projet de M. VISSERING comment maintenir la nouvelle unité au pair avec l'or et comment empêcher qu'un cours d'échange s'établisse entre elle et le dollar ? Mais surtout tous ces remèdes, qui tendent à rétablir l'équilibre chez les Etats dont la balance des comptes est déficitaire, laissent subsister à leur origine même un très grave problème celui de savoir comment la nouvelle monnaie sera mise

à la disposition des gouvernements qui en ont besoin. Il n'est pas vraisemblable que les Etats-Unis et quelques autres pays consentent à participer à de telles opérations et leur défection suffit pour que ces projets ne soient jamais réalisés. Ils se bornent en somme à proposer un mode d'application du crédit, mais commencent par supposer son rétablissement dans le monde. Or il implique le retour à la stabilité et par conséquent la disparition même des troubles monétaires.

Le seul moyen d'y parvenir est de reconstituer dans chaque pays une harmonie entre la circulation fiduciaire d'une part et les besoins des affaires et le stock d'or d'autre part.

Comme la dévaluation reste un remède délicat auquel on ne songe guère à se résigner et que la déflation ne paraît plus qu'une perspective extrêmement lointaine, c'est donc de production et d'épargne qu'il faut parler.

Vu, le Doyen

A. BERTHELEMY

Vu le Président

Germain MARTIN

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur,

de l'Académie de Paris

P. APPELL

BIBLIOGRAPHIE

Maurice ANSIAUX : « Les principes de la politique régulatrice des changes ».

ARNAUNÉ : « La monnaie, le crédit et le change ».

Louis BAILLY : « La réforme monétaire universelle ».

M. BOURGUIN : « La mesure de la valeur et la monnaie ».

E. BOUTAN : « Résumé de la question monétaire et nouveau projet de monnaie internationale ».

BURTON : « La question des changes depuis la guerre ».

CASSEL : « Memorendum sur les problèmes monétaires du monde ».

CASSEL : « Mémoires adressés à la S. D. N. »

COURCELLE-SENEUIL : « Les opérations de banque ».

DE COURCY : « Les lois du hasard ».

COURTOIS et VIDAL : « Les opérations de bourse ».

COURNOT : « Principes de la théorie des richesses ».

Mac CULLOCH : « Principes d'Economie politique ».

DECAMPS : « Les changes étrangers ».

E. DOLLÉANS : « La Monnaie et les prix ».

DUCLERT : « La crise de 1914 au point de vue bancaire ». Thèse 1921.

DUBOIS : « Influence du change des pays à monnaie dépréciée sur le commerce international ». Thèse 1900.

DE FOVILLE : « La monnaie ».

GASCHEN : « Théorie des changes étrangers ».

GUILLEMOT : « La spéculation financière ». Thèse 1906.

David HUME : « Essai sur la circulation monétaire ».

Emile JAMES : « De l'adoption d'une monnaie de compte internationale considérée comme un remède à l'instabilité des changes ». Thèse 1922.

Régimes et circulation monétaires d'après-guerre (étude des conditions dans les différents pays.

Revue et périodiques :

Revue d'Economie politique.

Revue économique internationale.

Revue politique et parlementaire.

Journal des Economistes.

L'Economiste français.

L'Economiste européen.

Moniteur des intérêts matériels.

Bulletin de la statistique générale de la France et du service d'observation des prix.

Dossiers commerciaux de l'office national du commerce extérieur.

Conférences de l'Institut technique financier.

Bulletins mensuels de la chambre de commerce française de New-York.

La situation économique et financière.

Journal de la société de statistique de Paris.

Bulletins publiés par le H. C. F. T. R.

Manchester Guardian Commercial (reconstruction de l'Europe).

The Economist.

The Statist.

Wirtschaft und Statistik.

Plutus (Berlin).

Correspondance économique franco-allemande.

Die Bank.

Dossiers de la Banque de France.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	7
CHAPITRE I. — La spéculation, ses manifestations, sa légitimité ses effets. Son action au cours d'une crise.....	12
CHAPITRE II. — Inflation spéculative et inflation moné- taire, conséquences de l'Inflation ; Hausse des prix. Instabilité économi- que. Développement de la spéculation.	29
CHAPITRE III. — L'Inflation et les changes. Les parités monétaires. Rapports des changes et des prix. Les opérations commerciales les plus simples transformées en spé- culations.....	66
CHAPITRE IV. — Les crédits de spéculation.....	104
CHAPITRE V. — La recherche de valeurs réelles.....	125
CHAPITRE VI. — Solutions proposées et expériences fai- tes contre la crise du change.....	144
Bibliographie.....	174
